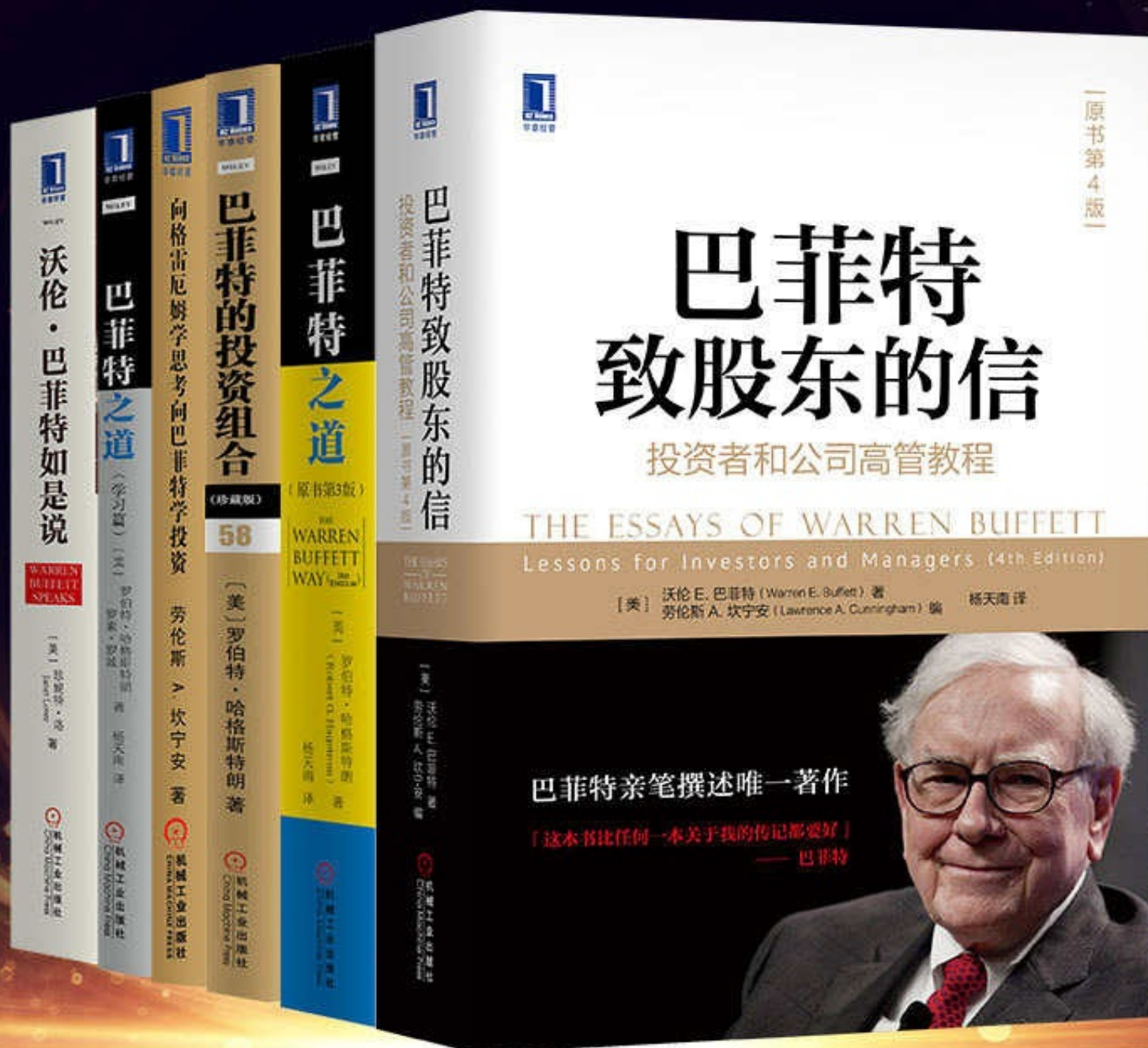


# 7天读懂 巴菲特的投资智慧



华章经典·金融投资

## 7天读懂巴菲特的投资智慧（经典版）（共6册）

（美）沃伦E.巴菲特 （美）罗伯特·哈格斯特朗（Robert G. Hagstrom） （美）坎宁安(Cunningham,L.A.) （美）罗素·罗兹（Russell Rhoads） 著

杨天南 江春 阎佳 侯君 译

套装书纸版由机械工业出版社出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.hzmedia.com.cn 新浪微博@华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

# 目录

巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程（原书第4版）

巴菲特之道（原书第3版）

巴菲特的投资组合（珍藏版）

向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资

巴菲特之道（学习篇）

沃伦·巴菲特如是说



—原书第4版—

# 巴菲特 致股东的信

投资者和公司高管教程

THE ESSAYS OF WARREN BUFFETT  
Lessons for Investors and Managers (4th Edition)

[美] 沃伦 E. 巴菲特 (Warren E. Buffett) 著 杨天南 译  
劳伦斯 A. 坎宁安 (Lawrence A. Cunningham) 编



机械工业出版社  
China Machine Press



华章经典·金融投资

## 巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程（原书第4版）

The Essays of Warren Buffett : Lessons for Investors and Mangers ( 4th Edition )

（美）沃伦E.巴菲特 著

（美）劳伦斯A.坎宁安 编

杨天南 译

ISBN : 978-7-111-59210-5

Warren E.Buffett,Lawrence A. Cunningham. The Essays of Warren Buffett:Lessons for Investors and Mangers, 4th Edition.

ISBN 978-1-118-82115-2

Copyright © 1997,1998,2000,2009,2014 by Lawrence A.Cunningham.

This translation published under license.Authorized translation by Lawrence A. Cunningham. Simplified Chinese translation copyright © 2018 by China Machine Press. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical,including photocopying, recording or any information storageand retrieval system,without permission, in writing, from the publisher. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

All rights reserved.

本书纸版由机械工业出版社于2018年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.hzmedia.com.cn 新浪微博  
@华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

# 目录

译者序 巴菲特成功的八字诀——与时俱进，良性循环

第3版推荐序 一本渴望已久的书

第4版前言

开场白 与所有者相关的企业原则

导言

公司治理

财务与投资

投资替代品

普通股

兼并与收购

估值与会计

会计诡计

会计政策

税务问题

第1章 公司治理

A.完整公平的信息披露

B.董事会与公司高管

C.企业变化的焦虑

D.社会契约

E.由股东决策的公司捐赠方法

F.公司高管的报酬原则

G.风险、声誉和失察

第2章 财务与投资

A.市场先生

B.套利

C.戳穿标准教条

D.“价值”投资：多余的两个字

E.聪明的投资

F.捡烟蒂和惯性驱使（机构强迫症）

G.生命与负债

第3章 投资替代品

A.三类投资资产

B.垃圾债券

C.零息债券

D.优先股

E.衍生品

F.外汇和国外权益

G.房屋产权：实践和政策

#### 第4章 普通股投资

A.交易的祸害：交易成本

B.吸引正确的投资者

C.分红政策与股票回购

D.拆股与交易活动

E.股东策略

F.伯克希尔公司的资本重构

#### 第5章 兼并与收购

A.错误的动机和高昂的代价

B.合理的股票回购和绿色邮件讹诈式回购

C.杠杆收购（LBO）

D.稳定的收购政策

E.出售企业

F.有选择的买家

#### 第6章 估值与会计

A.伊索寓言和失效的灌木丛理论

B.内在价值、账面价值和市场价格

C.透视盈余

D.经济的商誉vs.会计的商誉

E.股东盈利和现金流谬论

F.期权的估值

#### 第7章 会计诡计

A.会计把戏的讽刺

B.标准的设定

C.股票期权

D.“重组”费用

E.退休福利估计

F.账面盈利的实现问题

#### 第8章 会计政策

A.并购

B.分部数据和会计合并

C.递延税项

D.退休福利

#### 第9章 税务问题

A.公司税负分配

B.税务和投资的哲学

#### 后记



## 译者序 巴菲特成功的八字诀——与时俱进，良性循环

巴菲特的投资方法到底适不适合中国人？这个话题争论了很多年。

对于这个问题，我应该有一点小小的发言权，因为自从1995年的金秋时节，我初次读到关于巴菲特的书籍之后，22年来（1995年秋至2017年秋）大约获得了1000倍的投资回报。在股市最近十年步履蹒跚的情况下，我甚至以白纸黑字的专栏形式取得了“十年半十倍”的纪录（详见《一个投资家的20年》第2版）。“一本书改变一个人的命运”，这样的故事在我身上得到了真实的演绎。

这本《巴菲特致股东的信》（原书第4版）虽由坎宁安教授剪辑编排，但内容素材却完全来源于巴菲特历年亲自撰写的年报。

今年88岁的巴菲特，至今还能“每天跳着踢踏舞上班”，这本身就已是值得我们学习的奇迹。他一生奋斗，栉风沐雨，惊涛骇浪，履险如夷，丰富的经历，深邃的思考，数十年的磨炼使其思维极为严谨精密。这个特点转化在文字上，表现为英语句式中的从句套从句。以至于我在原书中甚至遇见过一句话长达七八行，中间没有任何停顿、没有标点符号这种复杂的情况。如何将这样的语句在尊重原意的情况下，翻译为适合于中文读者的文字，多多少少要费一番脑筋。

通常人们形容读到一本好书的感受时，会说“像是品尝了一杯美酒”，而我在翻译的过程中，在多处感觉像是在美酒的海洋中徜徉。我们今天遇到的很多问题，他老人家在数十年前就遇见过，并且已经给出了智慧的答案。

除了对于投资有兴趣的朋友外，我大力推荐企业家们应该好好读一读巴菲特。巴菲特的那句名言“我是一个不错的投资家，因为我是一个不错的企业家；我是一个不错的企业家，因为我是一个不错的投资家”，正是实业与资本结合的真实写照。

关于巴菲特一生的成功秘诀，已经有无数人做出了评价，我个人认为可以归结为八个字：与时俱进，良性循环。

巴菲特早年师从格雷厄姆，后来遇见费雪，再后来与芒格搭档，可以说是一个终身学习的典范。巴菲特曾经说过，自己85%是格雷厄姆、15%

是费雪，但《巴菲特之道》作者哈格斯特朗的说法是，“如果今天有机会再做一次表述，巴菲特可能会承认他的方法50%来自格雷厄姆，50%来自费雪，二者平分秋色”。谈到芒格对自己的影响时，巴菲特说是芒格“让自己从猩猩进化为人类”。

可见，任何对于巴菲特投资理念僵化不变、刻板固执的理解，都是画地为牢，作茧自缚。真正的巴菲特是“活”的巴菲特，是与时俱进的巴菲特。

除了投资功力上的与时俱进之外，我认为还有一个非常重要的特征对于他取得今天的成功至关重要——良性循环。

良性循环又分为两个层面，一是财务上的良性循环；二是人际关系、社会关系上的良性循环。

一家公司的失败可能由各种导火索引发，或是研发不力，或是营销无方，或是库存积压，或是应收账款无法收回等，但无论是什么原因，最终有一点都是一样的——财务恶化。人们见过的所有企业失败基本上都是由财务上无法形成良性循环造成的。

反观巴菲特，无论是早年投资2500万美元买下禧诗糖果，还是后来投资10亿美元入手可口可乐，如今获得的分红早已远远超过当年的投资本金，而后续分红依然源源不断，且呈现出越分越多的趋势。这种“每做一笔投资，就多出一股现金流”的行为坚持了几十年，结果就是如今伯克希尔旗下拥有数十家企业，每年可以提供源源不断的资金弹药，这才是巴菲特可以大声说“我喜欢熊市”的底气所在。

良性循环的第二个层面是人际和社会关系上的良性循环。“与坏人打交道，做成一笔好生意，这样的事情，我从来没有遇见过。”巴菲特的这句名言令人深思。从早期买入内布拉斯加家具大世界时，对老板B夫人体现出的信任，再到后来大量购买《华盛顿邮报》的股票后，主动让出投票权释出的善意，无不体现了巴菲特的识人之智，日后也得到了正面积极的反馈。

坚持与合适的人、合适的企业打交道，与人为善、良性互动、相濡以沫、相互尊重、相得益彰、交相辉映，这是巴菲特多年一直保持成功的关键。

跳出投资看投资，这对于我们也具有十分重要的现实指导意义。我们所说的“好人会遇见更好的人”“认真的人得到认真的结果”，可以说就是第

二层面良性循环的必然因果。

二十多年来，中国大地上受益于巴菲特投资思想而取得财务自由的人从南到北，远不止一例，这表明他的投资理念可以跨越种族与国界。从别人的故事里，找到自己的人生启发，这就是读书的意义所在。再过20年，人们一定会看到更多人的命运会因为今天读到这本书而改变。

杨天南

2018年1月

## 第3版推荐序 一本渴望已久的书

我对于沃伦·巴菲特的研究已经有15年了。在这个过程中，我遇到数以百万计的人，收到过各种各样的研究主题，包括什么样的气质造就优秀企业，如何进行企业估值，如何看待股市行为等。总之，巴菲特给我们人生道路的前行之旅提供了一幅关于投资的智慧地图。然而，对于沃伦·巴菲特的学习和研究，远远不能局限于股票市场。劳伦斯A.坎宁安先生的力作

《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》一书是研究巴菲特思想最好的教程，它涵盖了公司治理、兼并与收购、会计、税务等多个方面的内容。

乍看之下，一些读者或许认为这本教程对于自己在股市上能否盈利似乎无足轻重，但这种看法可能是个错误。对于那些认为自己是投资者的人而言，这种看法一定是个错误。如果你将自己定义为一个企业的持有人，那么，这个企业的管理如何，长期而言，对公司价值以及未来的股票价格将有着非常重大的影响。当然，如果你是个投机者、赌徒、炒家，长期的公司管理优劣对于你短期持股几乎没什么影响。

总有些权威人士认为，对公司管理进行评估是浪费时间。原因在于，评估管理这个工作缺乏数字的精确性，而且即便管理能够被测量，它们的价值也已经反映在公司的财务报表之中，因此，任何对于管理价值的加减都有重复计算之嫌。对于这两种态度，巴菲特都不赞同。他对于管理的看法告诉我们，公司未来的价值很大程度上取决于管理层的行为。

坎宁安的这本《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》不仅仅对投资者有益，它也应该是公司管理层和董事会成员的上佳读物。在一个股市高度透明以及短线股价变化经常莫名其妙的时代，公司高层应该认真阅读并思考巴菲特的建议。一定要明白，如果一个公司确立起来了诚信、理性、公平的好名声，股市最终会给予奖励。

关于沃伦·巴菲特的书很多，我也写过两本书分析他的投资方法。此外，还有两本关于巴菲特的传记，以及一些关于他的风趣和魅力的短篇。尽管已经有了这么多关于他的书，但还是无法取代一个事实。在很多时候，我多么希望有这样一本书，能让我重新阅读巴菲特在伯克希尔公司年报里呈现的那些经典段落。

现在，我要感谢劳伦斯A.坎宁安先生，我们终于有了渴望已久、编排易读的巴菲特经典文集。巴菲特投资准则和理念的生命力是永无止境且无



可估价的。如果你曾经读过巴菲特的年报，那么可以重温一下。如果你从来没有读过这位20世纪最伟大投资家的思想，那就准备开始吧！

罗伯特G.哈格斯特朗

《巴菲特之道》作者

## 第4版前言

投资经典《巴菲特致股东的信：股份公司教程》（The Essays of Warren Buffett：Lessons for Corporate America）一书第1版的核心内容，来源于20年前（1996年）的一场研讨会，那场研讨会由塞缪尔和罗尼·海曼公司治理研究中心（Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance）主持，在本杰明N.卡多佐法学院（Benjamin N.Cardozo School of Law）召开。这个为期两天的研讨会，聚集了数百名高校学生，期间大约三十多位杰出的教授、投资家、企业家发表了精彩的观点。更为重要的是，巴菲特和查尔斯T.芒格（Charles T.Munger）始终坐在前排，亲自参与了这个研讨会。

《巴菲特致股东的信：股份公司教程》这本书是我在卡多佐法学院教授商学的标准教科书，它同时被其他法学院、商学院在投资、财务、会计等课程中采用。一些投资公司也将这本书送给自己的工作人员和客户作为培训交流的项目。我非常高兴能经常收到来自这些学生、教师以及其他读者的积极反馈，并且乐见这本书在教学过程中所发挥的作用。特别致谢汤姆·约翰森（Tom Johansen）教授（海斯堡大学，堪萨斯）和莱昂·陈（Leo Chan）教授（特拉华州立大学）。

还要感谢巴菲特先生的好友、顾问罗伯特·德纳姆（Robert Denham）先生，我与他在研讨会之后一直保持联系。德纳姆是芒格-托里斯-奥尔森（Munger，Tolles&Olsen）律师事务所的合伙人，是他和另一位我们共同的朋友，律师事务所先前的同事，现在也在学院任教的门罗·普利斯（Monroe Price）教授将我和我们学院引荐给巴菲特，感谢他们二位开启的交流之门。也感谢巴菲特的亲密朋友卡罗尔·卢米思（Carol Loomis）女士，她每年都帮助巴菲特整理给股东的信。特别感谢来自塞缪尔和罗尼·海曼公司治理研究中心等机构的支持。

相较于前三版，《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》这个新版本保留了原来的架构和哲学，但是增加了一些巴菲特最新的年报内容。这些新增的内容被编入了书中的相应篇章，它们有机地融为一体，丝毫不影响读者在阅读过程中获得对于稳健企业和投资哲学的整体印象。为了帮助读者区分书中哪些部分是新增的内容，在书末的“注释”部分标注了这些内容是选自哪些年度的致股东的信件。为了不影响整体的阅读流畅性，正文中的省略部分将不再使用省略号或其他标点符号标出。

这个新版《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》对于稳健企

业和投资理念的描述没有什么改变，因为在当下的社会和商业潮流中，巴菲特先生的理念并无改变。我们所做的，只不过是定期更新而已。

在准备之前的版本中，我得到了无数人的帮助，我想再次感谢他们。特别感谢巴菲特先生，他不仅参加了那个研讨会，而且使内容更加丰富多彩。能得到他的允许，重新编辑和出版他的信件，这是我极大的荣耀。他的合作伙伴芒格先生不仅参与研讨，而且还主持了讨论，他同样值得我再次的感谢。

劳伦斯A.坎宁安

于纽约

## 开场白 与所有者相关的企业原则<sup>[1]</sup>

就某种程度而言，我们的股东群体是相当不凡的一个群体，这使得我们和大家的沟通方式也非同寻常。例如，每一年的年底与年初相比，伯克希尔公司（Berkshire）的流通股股东名单中有98%是不变的。这种情况表明大家都是老朋友，我们不必年复一年重复之前说过的话。你们可以得到更多有用的信息，而我们也不至于感到厌倦。

此外，有大约90%的本公司投资者，他们持有的伯克希尔股票在其所有投资资产中是占比最大的，遥遥领先于其他持股。所以，他们愿意花更多的时间，仔细阅读年度报告。反过来，如果我们处于同样的位置，也希望能从年报中得到更多信息。

相对于年报的详细，我们在季度报告中的叙述比较简略。因为，我们的投资者和管理层都着眼于长期的企业前景，不太可能每个季度都发生一些对于长期有重要影响的新事件或新观点。

当你收到我发出的信息，应该知道这来自于一个由你们支付工资、为你们管理企业的人。我坚定地认为，股东们应该可以直接与公司CEO进行沟通，得到他现在和未来如何对企业进行估值的看法。这样的做法，通常只有未上市公司能采用，上市公司一般无法做到。<sup>[2]</sup>公司的CEO就像是股东为公司聘请的管家，一份一年一度来自管家的报告，与一份来自基于管理层和投资者关系的专家或公关顾问的公事公办的职业报告是不一样的。

我们认为，作为公司的股东、公司的所有者，你们应该有权得到我们作为管理层的报告，就像伯克希尔公司作为母公司可以得到旗下各个子公司管理层的报告一样。当然，二者的详细程度可能会有所区别，尤其当内容涉及商业机密和竞争对手时。但是从总体范围、平衡尺度以及坦率程度而言，两者应该并无二致。我们不喜欢旗下公司高管们在汇报时，写得像官样文章，我想你们应该也不喜欢。

一般情况下，一个公司的特征决定了它的股东特征，正所谓“物以类聚，人以群分”。如果公司追求短期的结果或短期的股价表现，那么，它所吸引的股东也会同样关注短期表现。如果公司对待股东随便，它们也只会得到随便的结果。

广受尊重的投资家兼作家菲尔·费雪（即菲利普·费雪，Phil Fisher）曾经将公司吸引股东的策略比喻为餐馆吸引顾客的策略。



一家餐馆可以定位于特定的食客阶层——喜欢快餐的，喜欢优雅的，喜欢东方食品的等。通过风格的定位，最终获得一批志同道合的拥趸。如果餐馆的服务、菜单、价格水平策略得当，那么这批客户会成为固定的回头客。但如果餐馆经常转换风格，那么这批快乐而稳定的客户就会消失。如果餐馆的定位在法式美食和外卖鸡之间摇摆不定，那么一定会令回头客感到困惑，最终离开。

公司定位与股东之间的相处关系，与餐馆和食客的关系类似。你不可能在有的时候满足所有的人。有人关注眼前回报高的投资，有人关注长期的资本增值，有人关注市场的动态，但你不可能面面俱到。

一些公司的管理层希望自己公司的股票交易活跃，对于这样的想法，我们感到非常奇怪。这个观点的实际意思是，希望现有的支持者抛弃自己公司的股票，替以他人。因为，公司的股份有限，有人出去才会有人进来，而这些新进来的人一定怀有不同的预期。

我们非常希望，那些喜欢我们服务和“菜品”的人年复一年地与我们在一起。伯克希尔公司的总股本是有限的，股东的位子也是有限的，相对于目前的股东而言，很难发现更好的一批人更适合坐在伯克希尔股东的位子上。所以，我们希望公司股票的低换手率可以继续保持，保持在那些理解公司运营，欣赏我们策略，分享我们愿景的人手中。祝愿我们梦想成真。

1983年，我总结了13条与所有者相关的企业原则，认为这将帮助新的股东了解我们的管理思路。既然称之为“原则”，那么这全部的13条时至今日，依然有效。

1.虽然组织形式上是公司制，但我们以合伙人的态度来行事。芒格和我将我们的股东视作我们的合伙人，而我们自己则是执行合伙人（因为无论是好是坏，从所占比例来说，我们都是控股合伙人）。我们并不将公司本身看作资产的最终所有者，而是认为公司仅仅是我们持有资产的一个渠道。

芒格和我并不希望你将自己拥有的股票，仅仅视为一张标有价格的纸片，而这些纸的价格每天波动，你有可能为了一些经济或者政治上的事件焦虑不安，并随时打算出售它们。

我们希望你将自己视为一个真正长期拥有公司部分资产的人，就像你和你的家人共同拥有的农场或公寓一样。对我们来说，我们并不希望伯克希尔的股东是一群经常变动的陌生人，相反，他们是我们的投资伙伴，他们将资产委托给我们管理，希望在未来的生活中获得良好的回报。

有证据表明，伯克希尔的大多数股东已经接受了这种长期合作的观念。即使将我所持有的股份排除在外<sup>[3]</sup>，在美国的大型上市公司中，伯克希尔每年的股票换手率也是相当低的。

事实上，我们公司的股东对待伯克希尔的行为，和伯克希尔对待它所投资企业的行为是一致的。例如，作为可口可乐和吉列的股东，伯克希尔是这两个杰出企业的非管理合伙人。我们通过公司的长期成长来衡量成功，而不是通过每个月的价格变动来衡量成功。

事实上，我们一点也不关心这些公司的股票好几年没有交易，甚至没有市场报价。如果我们对一只股票有良好的长期预期，那么短期的价格波动对我们来说毫无意义，除非有人报给我们一个非常有吸引力的价格。

2.大多数的公司董事会成员将伯克希尔视为自己的产业，他们财富的主要部分就是持有公司股份所带来的价值。换言之，我们吃自己做的饭。

芒格90%以上的家庭资产都放在伯克希尔的股票上，而我则是98%~99%。此外，我的许多亲戚，比如姐妹和堂表亲，也都有很大一部分资产在持有我们公司的股票。

芒格和我对于这种把所有鸡蛋都放在同一个篮子里的状况感到很舒服，因为伯克希尔本身持有一系列多元化的杰出企业。事实上，无论是拥有这些企业的控股权还是少数权益，我们都相信伯克希尔是一个拥有股权质量和多样性都非常好的企业，这是伯克希尔的独一无二之处。

芒格和我无法向你承诺结果。但我们可以保证，只要你是我们的合伙人，在任何时段，你的金融资产和我们自己的资产将完全保持一致的成长。我们对高薪、期权奖励，或者其他什么从你们身上挣钱的事情毫无兴趣。我们只希望和我们的合伙人一起，以相同的比例赚钱。甚至，在我犯错时，我希望从你们那里得到一丝慰藉，因为我和你一起，遭受了同样比例的损失。

3.我们长期的经济目标（受到限制的部分会在后面提及）是伯克希尔公司每股内在价值的平均年回报率最大化。我们并不以公司规模来衡量经济意义或表现，而是以每股的增长来衡量。我们确信未来每股的增长率将会下降——这是由于资产规模过大所致。但如果我们的增长率无法超过美国大型企业的平均增长率，我们将会非常失望。

4.为了达成目标，我们的首选是直接持有一系列多元化的企业，从中

获得稳定的现金流和持续的高于市场平均水平的资本回报。我们的第二选择是通过旗下的保险公司，主要是在市场上寻找便于交易的股票，从而持有一些类似企业的股票。股票的价格和可获得的程度，以及保险资金的需求决定了任何特定年份的资本配置。

近些年来我们收购了一些企业。虽然有些年份没有动作，但我们希望在未来的十年能够收购更多的企业，并且希望能够进行一些大型的收购。如果这些收购的对象能够达到我们过去的水平，那么伯克希尔将会获得很不错的回报。

像产生现金流一样迅速地产生出好的想法，这对于我们是个挑战。从这个意义上说，一个低迷的股票市场，对我们而言是一件好事。

第一，它使我们可以用更低的价格买下整个公司；

第二，低迷的市场使得我们的保险公司可以更容易地在一个具有吸引力的价格上，购买一些优秀企业的股票，包括我们已经持有部分股票的公司；

第三，一些优秀的企业，例如可口可乐，会持续回购自己的股票，于是它们和我们都能以更便宜的价格买入股票。

总之，伯克希尔和它的长期持有者会从下跌的股市中获得好处，就像一个需要购买日常食品的消费者，从食品价格的下跌中获得的好处一样。所以当市场大跌时，和平常一样，不用担忧，不用沮丧，这对于伯克希尔反而是个好消息。

5.由于我们的企业所有权方式以及传统会计方式的局限性，综合会计报表显示出的盈利无法真实体现出我们实际的经济成果。芒格和我既是所有者又是管理者，实际上会忽略这些由综合会计报表提供的数据。然而，我们会向你们报告我们所控制的重要企业所产生的收益和那些我们认为重要的数字。这些数字和我们提供的其他信息一起，将有助于你们做出判断。

简单地说，我们试着在年报中披露那些确实重要的数据和信息。芒格和我投入大量精力去了解企业运营的情况，以及它们所处的商业环境。比如，我们企业的发展是一帆风顺，还是逆水行舟？芒格和我需要确切了解市场状况，并由此相应地调整预期。我们也会将我们的结论告诉你。

长期以来，我们投资的大部分企业取得了超过预期的成绩。有些时候

我们也会失望，但无论是喜是忧，我们都坦白地做出说明。当我们采用非传统的方式制作报表时，会解释其概念并说明它们为何如此重要。换句话说，我们会告诉你们我们是如何思考的，由此，你们不仅可以判断伯克希尔的价值，也可以对我们的管理方式和资本配置做出判断。

6.账面的结果不会影响到我们的运作和资本分配的决策。在收购成本相近的时候，我们宁可购买那些根据标准会计准则，未在账面体现出来，但实际可以带来2美元盈利的资产，而不愿购买可以在账面上体现出来，但仅能获得1美元盈利的资产。这正是我们经常面临的情况，因为一个完整企业全部资产（所有利润都在报表中体现）的价格有可能会两倍于一个企业的部分资产（大部分利润未在报表中体现）。从整体和长期来看，我们希望那些未体现的盈利，通过资本增值的形式体现在我们的内在价值里。

我们在很多时候发现，在汇总之后，投资对象的未分配利润就像已经分配给我们一样，最终使得伯克希尔获益（因此这些在我们官方报告中已有体现）。之所以会发生这样令人愉快的事，是由于我们投资的企业都是些优秀的公司，它们合理地使用富余资产，比如投资到企业自身当中，或是从市场上回购股票。表面上看，这些公司的每一项资本决定并没有直接使我们受益，但它们留存下来的每一美元都产生了更高的收益。最终，实际上，我们从这些企业运营中获得了实实在在的透视盈余。

7.我们非常谨慎地使用债务。当进行借款时，我们试图将长期利率固定下来。我们宁愿拒绝一些诱人的机会，也不愿意过分负债。虽然这种保守的策略会影响我们的收益，但是考虑到我们身后的保险客户、贷款人和那些将相当大部分财产交由我们管理的投资者，考虑到对他们的信托责任，这种方式是唯一能让我们觉得安心的办法。（就像印第安纳波利斯（Indianapolis）500汽车拉力赛的获胜者所说的：“想成为第一，首先你必须完成比赛。”）

芒格和我所采取的计算方法，从不要求我们为了每一点额外的小利而无法安枕。我不会用我的家人、朋友所拥有和所需要的东西去冒险，为了得到他们原本没有和不需要的东西。

此外，伯克希尔采用的两种低成本、无风险的杠杆资源使得我们可以安全地获取远超权益资本的总资产：递延纳税和保险浮存金。保险浮存金是我们的保险公司在进行偿付之前取得的保费收入的沉淀。这两项资金来源增长迅速，现在总数已经约1000亿美元。

更好的消息是，这两项资金来源经常是无成本的。递延纳税这项负债



无须承担利息。关于浮存金这部分，只要我们能够承保业务并且取得收支平衡，那么浮存金的成本也是零。我们应该明白，这两项都不是权益而是债务，但它们是没有任何规定到期日的债务。事实上，它们给我们带来了债务的好处（获取更多的可运营资产），却避免了债务的弊端。

当然，我们无法保证未来依然能够获得无成本的浮存金，但在这方面，我们和任何其他保险公司具有同样的机会。不仅仅因为我们在过去达成了这一目标（尽管你们的董事会主席犯过不少重大错误），而我们在1996年完成对盖可保险公司（GEICO）的收购之后，已经从本质上大大增加了未来获得它们的预期。（自2011年以来）我们期待更多的贷款集中于我们的公用和铁路事业，这些贷款对于伯克希尔而言，都是无追索权贷款。我们喜欢长期、固定利率贷款。当我们进行大型收购时，例如BNSF，我们会从母公司借款，但为期很短。

8.（伯克希尔会继续收购活动，）但管理层的这些“愿景清单”决不会让股东花冤枉钱。我们不会置长期的经济结果于不顾，花高价收购公司以追求多元化。我们使用你们的钱就像花我们自己的钱一样，并将你们从这些多元化行为中得到的价值，与直接投资所能获得的价值相权衡。

芒格和我只对能够增加伯克希尔每股内在价值的收购感兴趣。我们的薪水高低、办公室的大小永远不会和伯克希尔的资产规模相联系。

9.我们需要定期根据结果反思政策。我们会考察留存在公司里的利润，长期而言，每留存1美元利润，至少创造不少于1美元的市值。迄今为止，这个“1美元”原则都得以实现。我们未来会继续以每五年为周期进行观察。随着我们的资产日益增长，留存利润将越来越难以寻得运用良机。

在这里，我必须着重强调一下“以每五年为周期”这句话，我之前没有留意到这个问题，直到2009年的股东大会时有人指出这个问题。

如果以“五年为期”进行验证的时候，恰巧遇上股市大跌，我们的市场溢价相对于净资产也会跟着大跌。这样，我们就无法通过“以每五年为期”进行的测试。实际上，股市的起伏是常态，这使得我们的测试结果时好时坏，例如早期的1971～1975年的结果非常糟糕，而1983年的结果却令人惊喜。

“以每五年为期”的测试应该满足两个条件：

（1）在此期间，账面价值的增长是否超出标普500指数的表现？

（2）股价是否能持续保持对于账面资产的溢价？这个意思是说，每留存1美元利润是否总能创造超出1美元的市值？

如果上述两个条件都满足，那么“以每五年为期”测试“1美元”原则就是合格的。

10.我们只有在物有所值的情况下，才会以发行新股的方式进行收购。这一原则不仅仅运用在我们进行企业并购或股票投资上，还会运用在股债互换、股票期权、可转换证券等方面的投资上。发行新股实际上就是出售公司的一部分，我们出售公司部分股份的估值方式与我们对于整体公司的估值并无二致。

我们在1996年发行B股的时候，曾经说过“伯克希尔的股票没有被低估”，这让一些人感到惊讶。这种反应完全没有必要，或许只有当我们在股价被低估时发行新股，才应该让人惊讶。

在公开发售股票时，如果管理层声称或暗示他们的股票是被低估的，那么他或是撒了谎，或是这种发售对于原有股东并不合算。如果管理层故意将价值1美元的资产以80美分卖掉，所有者们（即股东）就遭受了不公平的损失。我们在发售B股的时候，没有犯这样的错误，并且永远也不会。（但在发售新股时，我们也没有说过我们的股票被高估了，虽然有许多媒体这样报道。）

11.你们应该注意到，芒格和我的一种态度不利于我们的财务表现：无论价格如何，我们都没有兴趣卖掉伯克希尔所拥有的优质资产。

对于那些表现不尽如人意的企业，只要它们还能够产生哪怕微薄的现金流，只要管理层和劳资关系还不错，我们就不会出售。有人建议对表现不佳的企业投入大量资金以重振旗鼓，对于这样的建议，我们持极其谨慎的态度。（虽然有些项目看起来前途光明，但是，大量对于糟糕行业的额外投资，最终就像在流沙里挣扎一样，毫无意义。）但是拉米牌（rummy）游戏的玩法（当每轮出牌的机会来临，就放弃最没有希望的企业）并不是我们的风格。我们宁愿整体上略微遭受不利的影响，也不愿意这么做。

我们会继续避免上述拉米牌游戏的玩法，的确，在苦苦挣扎了近20年之后，我们在20世纪80年代中期结束了伯克希尔原有的纺织类业务，因为我们认为这将是一项永远无法盈利的、填不满的窟窿。但是，我们不会轻易抛弃那些需要些许发展资金的业务，或需要花些时间关照的落后企业。

12.在与股东沟通企业经营状况的过程中，我们会坦诚、如实地汇报好与不好的地方。我们的方针主要是采用换位思考的方式，如果我处在你们的位置上，希望了解哪些情况，我们不会亏欠你们一丝一毫。

此外，作为一个旗下拥有大型媒体的企业，在信息报道的准确、平衡、鲜明等方面，我们不会采用双重标准。我们始终认为诚实将令人受益，作为管理者也一样。那些在公众场合能误导大众的人，最终，也会在私下里误导自己。

在伯克希尔的财报中，你们将不会看到所谓的财务“大洗澡”或会计调整这样的动作。我们不会故意“平滑”季度或年度的财务数据，我们会告诉你们真实的情况，而不会围着靶心画圈。当有些数字实在难以估算时，例如遇到保险储备金的情况，这时我们会尽量遵循财务的一贯性原则和保守性原则。

我们与股东沟通的方式主要有三种。通过年报的形式，我会亲自撰写，希望在合理的长度内，尽可能多地告诉股东们有关公司价值的信息。我们也会提供浓缩了重要信息的季报，尽管季报并不是由我亲自撰写（重要的东西一年一次，足够了）。

另一个重要的沟通形式是股东大会，芒格和我会用5个小时或更多的时间，回答大家提出的关于伯克希尔的问题。当然，鉴于公司有成千上万的股东，实在无法一对一满足大家。

在我们所有的沟通形式中，我们对所有股东一视同仁。我们不会像市场上的惯例一样，将盈利预测指引信息专门供给业内的分析师和大股东。我们的目标是所有的股东同时得到同样的信息。

13.虽然我们有开诚布公的态度，但只会在法规监管的范围内讨论我们的证券市场行为。因为好的投资主意非常稀缺，所以很宝贵，会引来竞争，就像优秀的产品或企业并购主意一样。

同理，我们也不会讨论我们的投资活动、股票交易。甚至那些已经出售的证券，我们也不会讨论（因为未来可能再买回来）。对那些传言中的投资，我们也不谈论，因为如果一会儿说“不谈论”，一会儿说“无可奉告”，那后者就被信以为真了。

尽管我们不愿意讨论个股，但我们会非常愿意讨论自己的企业和投资理念，就像当初金融界最伟大的导师本·格雷厄姆慷慨分享的智慧，使我们获益匪浅。我相信我所学到的可以流传下去，虽然这样会培养同行竞争

者，就像当初格雷厄姆那样。

14.我们希望股东在持有股票期间，能够获得与公司每股内在价值损益同步的收益。

为了这一目标，公司的内在价值与股价需要保持一致，能“一比一”最好，我们宁愿看到一个“合理”的股价，而不是“高估”的股价。显而易见，芒格和我都无法控制股价，但通过我们的政策与沟通，我们可以令股东们保持信息畅通和理性，这样反过来，能够使股价保持理性，股价过高或过低都不好。

这种态度可能会令一些股东感到失望，尤其是有卖出打算的人。但我们认为合理的股价能够吸引我们所需要的长期投资者，这些投资者从公司的长足发展中获益，而不是从合作伙伴的错误中获利。

15.我们常常将伯克希尔每股账面价值的表现与标准普尔500指数比较，希望长期超越大盘，否则投资者何必把钱交给我们？

但这样做也有缺憾。现在我们在每个年度基础上进行这种比较，已经不如早前的比较那么准确，因为现在我们持有的资产中，与标普500同向变化的比重越来越少，不像我们早期的比重大。此外，标普500成分股的盈利全部会被计算在内，而我们由于联邦税率的缘故，只有65%被计算在内。因此，我们预期熊市时会超越大盘，而牛市时则会跑输。

[1] 1996年巴菲特撰写了题为《所有者手册》（Owner's Mannua）的小册子，最早发端于1983年，之后不时更新。

[2] 因为通常未上市公司股东人数有限且相熟。——译者注

[3] 巴菲特是大股东。——译者注

## 导言

多年以来，那些阅读巴菲特致股东信的读者们，一定获益匪浅。这些信件以浅显的语言对真实商业实践进行了提炼，内容涵盖管理层选择、投资、企业估值、财务信息使用等方面。这些文字涉猎广泛，充满智慧。将这些文字编辑为专题论文而形成的这本书，是一本有关商业理念和投资哲学的集合，意在传播给更为广泛的读者。

贯穿于巴菲特各个条理清晰文章里的中心主题，是企业基本面分析方法，它由巴菲特的导师本·格雷厄姆和戴维·多德（David Dodd）提出。与这个主题相关的管理原则是，将公司管理层定位为投资资本的管家，而股东的角色是资本的提供者和所有者。这个主题涵盖了企业的各个重要方面，从会计到企业合并再到估值，而且都是实用且明智的教程。

作为伯克希尔这家早在19世纪初就植根于纺织业的公司的CEO，巴菲特运用着这些传统原则。1964年，在巴菲特接手掌舵伯克希尔之时，该公司的每股账面价值为19.46美元，内在价值则更低。如今，每股账面价值是100000美元，而内在价值则更高。在此期间，每股账面价值的年复合增长率为20%。

伯克希尔公司如今发展成为拥有80个不同业务范围的控股公司，它最为重要的核心业务是保险，包括持股100%的、跻身美国最大保险公司之列的盖可保险，以及世界上最大的再保险公司之一的通用再保险公司。

2010年伯克希尔收购了伯灵顿北方圣达菲公司（Burlington Northern Santa Fe）——北美最大的铁路公司之一以及大型能源公司。伯克希尔的很多子公司也规模巨大，如果它们独立运作的话，其中8个可以进入《财富》500强企业之列。

伯克希尔旗下的企业覆盖面如此之广，以至于巴菲特说：“当你注目伯克希尔的时候，实际上你看到的是整个美国商界。”举凡食品、服装、建筑材料、工具、装备、报纸、书籍、运输服务和金融产品，几乎无所不包。伯克希尔也持有一些大型公司的股份，例如美国运通、可口可乐、国际商用机器（IBM）、宝洁（通过持有吉列公司）、华盛顿邮报、富国银行。

巴菲特和芒格通过投资于那些具有优秀特征的企业和优秀的管理层，构建了一个涉及方方面面的庞大商业王国。在这个发展过程中，他们采用双管齐下的方式进行投资，他们倾向于用合理的价格，购买一家公司100%

的股权，同时他们也在股市上买入上市公司的股票。通常后一种买入股票方式的价格要低于购买整个公司。

这种双管齐下的方法效果显著。伯克希尔公司持有的可转售证券组合，以每股计算，从1965年的4美元上升至2010年的95000美元，折合年复合增长率20%。同期，每股营业利润从4美元上升至6000美元，折合年复合增长率21%。按照巴菲特的说法，这样的结果并不是出自什么伟大计划，而是源于集中投资——通过将资本配置于那些具有杰出经济特征，并由一流管理层管理的优秀企业。

巴菲特将伯克希尔公司视为他与芒格以及其他股东共同的合伙企业，而他本人的几乎所有身家都放在伯克希尔公司里。巴菲特的长期经营目标，就是通过全部或部分持有多元化的、能产生现金流、超越平均回报的优秀企业，追求伯克希尔公司每股内在价值最大化。在达成这个目标的过程中，巴菲特不会为了扩张而扩张。对于旗下那些运营不佳的企业，只要它们还能产生现金并且管理层优秀，巴菲特也不会轻易放弃。

伯克希尔会留存利润，并进行再投资，长期而言，只要这样做能够令每股股价至少产生同比例的增长，它就会一直这么做。伯克希尔会谨慎地使用负债，也只有在物有所值的情况下，才会出售资产。巴菲特看透了会计常规，尤其是那些令真实经济收益更加模糊的会计规则。

巴菲特称之为“与所有者相关的企业原则”是贯穿于本书的主题。在编辑过程中，这些篇章构成了一个由管理、投资、财务、会计等内容组成的行文优雅、富有启发的手册。巴菲特的基本原则构成了一个涵盖广泛的框架，涉及商业世界的方方面面。投资者应该专注于公司基本面，具有耐心，练习基于常识的良好判断力，如此种种不再是抽象的老生常谈，在巴菲特这些文字中出现的箴言与理念，已经完全融入他的生活和人生之中。

## 公司治理

在巴菲特看来，经理人（包括CEO、高管、管理层）是股东资本的管家。最好的经理人应该像所有者（股东、主人）那样思考，将股东利益放在心里，并由此做出决策。

但是，即便是一流的管理者，有时也会与股东利益发生冲突。如何避免这种冲突，如何培养管理者的管家意识，这是巴菲特多年以来孜孜以求的努力目标，也是他文章中的鲜明主题。本书中谈论了很多极为重要的公司治理问题。

首先，最为重要的是经理人与股东沟通的直率和坦诚。

巴菲特只陈述事实，至少是他亲眼所见，而且他常常从小股东的角度出发。伯克希尔的年报不追求辞藻的华丽，巴菲特会使用普通人能明白的文字与数字，并且力求所有的投资者，无论大小，都能同时获得同样的信息。巴菲特以及伯克希尔避免进行预测，因为这是一种糟糕的管理习惯，经常会导致管理人粉饰报表。

除了上述巴菲特身体力行的以所有者为导向的信息披露方式，以及所有者相关的企业原则之外，下面一项管理课程是对管理体制结构的反思。与教科书中组织行为的内容相反，巴菲特认为对各具特色的企业状态，画一条抽象的指令流程，收效甚微。企业管理中最为重要的，是选择能干、诚实、勤奋的经理人。一流的经理人比汇报层级的流程重要得多，也比谁向谁汇报什么、何时汇报的规定重要得多。

尤其需要特别重视公司首席执行官（CEO）的选择，巴菲特认为公司的CEO与其他员工相比，具有三个不同之处：

（1）与对普通员工的考核衡量相比，考核CEO表现如何的手段不足，或是更容易被人为操纵。

（2）在管理层中，CEO居于最高位置，所以没有更高位置的人对其进行监督或考核。

（3）公司董事会也不可能担负监督之职，因为传统上（一般）而言，董事会与CEO们相处得不错。



为了改善这类问题，重大的改革通常是将经理人与股东的利益结合起来，或加强董事会对于CEO行为的监管。以股票期权奖励经理人被吹捧为一种方式，加大董事会权力被认为是另一种方式。此外，将董事会主席与CEO角色分离，任命独立的审计部门、提名或薪酬委员会都被视为具有前景的改革尝试。或许，更为普遍的方式是任命独立董事。上述的所有方式都无法一劳永逸地解决公司治理问题，甚至，有时还会令其恶化。

巴菲特认为最好的方式是，认真谨慎地挑选那些可以不受体制弊端约束的、精明干练的CEO。大型机构股东在CEO的表现不能胜任公司管家角色要求时，可以将其罢免。杰出的CEO并不需要来自股东们的指导，但杰出的董事会会对CEO们起到很好的帮助作用。所以，应该按照精明强干、利益所在、股东导向的标准来选择董事会成员。根据巴菲特的观察，美国公司的董事会中存在的最大问题是，董事会成员的选取往往由于其他原因，例如增加多元化、声望、独立。

大多数改革行为会引发董事的不和，人们没有留意到巴菲特所指出的各种董事会中所存在的差别。例如，当一个控股股东同时兼任经理人，且董事权力非常弱小时，如果董事会与经理人之间发生矛盾，董事们除了反对或更为极端地选择辞职之外，别无他法。反之，如果董事会的权力极大，同时控股股东并不参与管理，当歧义产生时，董事们可以将问题直接交给控股股东。

在现实中，最为常见的是公司没有一个控股股东，巴菲特说，这种公司的管理问题可能最大。如果董事会能采取严明的纪律，情况会稍好，但是由于董事会的先天构成因素，其往往碍于人情。在这种情况下，巴菲特认为保持董事会的小型化是提高效率的方法，多数席位由外部董事构成最好。董事可以运用的最有力的武器是有权解雇经理人。

在所有的情形中，有一个共同点：解雇一个平庸的经理人是件棘手的事情。相对于平庸的经理人，面对或解雇一个糟糕的经理人要容易得多。巴菲特强调，治理结构中的首要问题，是美国企业对CEO评估的例会，通常都有CEO参与。如果召开评估例会时，没有CEO本人参与，将会改善公司治理情况。

伯克希尔旗下的各个公司的CEO们享有一种独特的工作环境。他们面对的要求很简单，他们管理的企业，①只有一个股东；②只有一类资产性质；③他们管理的公司不会被卖出或合并，会保持目前的状态乃至百年不变。

这样的情况，使得这些公司的CEO们可以具备长远的发展眼光，不像上市公司的CEO们那样，必须不停考虑下一个季度财务表现的市场短期压力。在伯克希尔的大家庭里，短期的结果当然重要，但是任何短期的压力都不应以牺牲长期竞争力为代价。

如果仅仅考虑短期的结果，很多管理决策就容易多了，特别是当企业所独具的经济特征、竞争优势已经丧失的时候。

想想巴菲特买下伯克希尔的例子，巴菲特认为这是他犯过的最为严重的错误。在20世纪70年代后期，伯克希尔原有的纺织业务所具有的经济特征、竞争优势已逐渐丧失，巴菲特希望能够力挽狂澜，扭转局面。他意识到伯克希尔的纺织业务对于新英格兰地区的员工、对当地的经济非常重要，而且公司管理层与员工对于面临的经济困境非常理解，团结一心。巴菲特将这个衰败之中的工厂一直维持到1985年，但是奇迹并没有发生，公司财务没有好转，最终巴菲特关闭了工厂。

这种建立在信任之上的，短期结果与长期远景之间的权衡并不容易，但是这样做是明智的。类似的例子也发生在伯克希尔的其他投资上，例如互联网时代的报纸业务，以及高度管制的行业，如能源和铁路。在这些案例中，巴菲特看到了企业与社会监督之间所暗示的社会契约精神。

有时候，经理人利益与股东利益相冲突，以微妙的形式或者易于伪装的形式出现。以公司慈善为例，在很多大公司，公司管理层会拿出一部分公司利润进行慈善捐助。但这些捐助的对象是由管理层选定，通常与公司利益或股东利益无关。美国大多数州的法律允许公司管理层这么做，只要其捐助的数量合理，一般不超过年度利润的10%。

在这件事情上，伯克希尔的做法不一样。慈善捐助不会在控股公司的层面发生，而由旗下各个公司自行决定，它们可以继续执行在没有被伯克希尔收购之前的捐助政策。不但如此，伯克希尔还采取了一种富于想象力的方式，这种方式让股东决定慈善捐助的对象以及捐助数量。几乎所有的股东都参与其中，每年向数以千计的慈善机构捐助超过数以千万计美元。然而，在堕胎问题上的政治争议干扰了这个计划。一些政治活跃分子组织抵制伯克希尔的产品，以抗议一些它做出的特别慈善捐助，这影响了伯克希尔“合伙决策”的捐助方式。

以公司股票期权奖励管理层，以期达到管理层与股东利益一致的做法，不仅是言过其实，而且掩盖了一些更深层次的、由期权带来的利益分歧。很多公司奖励管理层股票期权，仅仅是基于公司留存利润的简单增

加，而不是对于公司资本的良好运用。

然而，巴菲特指出，仅仅是使用公司留存利润再投资而取得利润增加，简直就是举手之劳，并未提高公司真正的资本回报。如此一来，授予管理层股票期权实际上是打劫股东财富，并将战利品分给管理层。而且，期权一经授予，便是不可撤销、无条件的，并在与个人业绩表现无关的情况下令管理层受益。

使用股票期权方式培养股东导向思维的管理文化是有可能的，对于这一点巴菲特是认同的。但这种用期权绑定，以期利益一致的方式并非十全十美。如果公司资本没有被加以最优化的运用，那么，现有股东的利益会暴露在股票下跌的风险之中，而期权持有者却可以置身其外。

巴菲特因此提醒正在阅读那些给予授权说明书的股东们，注意这种不对称风险。很多股东可以理性地将这种说明书置之不理，但股票期权的滥用应该是股东，尤其是那些定期参与公司治理改善活动的机构投资者应首要考虑的问题。

巴菲特强调，管理层的薪酬取决于其表现。管理层的表现以盈利能力作为衡量，而且是在扣除了公司相关业务的资本费用或留存利润产生的利润之后。如果使用期权的方式，应该将其与个人业绩挂钩，而不是与公司业绩挂钩，并且期权的行使价格要与企业价值相适应。

更好的做法，就像在伯克希尔那样，股票期权不作为管理层薪酬的组成部分。伯克希尔的管理层根据业绩贡献获得现金奖励，如果他们想要公司股票，直接购买即可。巴菲特说，如果他们能这么做，那么就说明他们是“站在了股东的立场上”。巴菲特认为，对于管理层薪酬而言，股东利益至高无上，就像其他的公司治理话题一样，例如风险管理、公司合规、财务报告。

## 财务与投资

在过去35年中，最具革命性的投资思想是所谓的“现代金融理论”的提出。这是一套精致的研究理论，它可以归结为一个简单且误导现实的观点：研究股市上的个股投资机会是浪费时间。根据这个观点，与认真分析研究各个上市公司的基本面信息相比，随手扔出的飞镖所选出的投资组合可能回报更高。

现代金融理论的主要原则之一是“现代投资组合理论”。它认为，人们可以通过持有一组多元化的投资组合，来消除任何单个证券带来的个体风险。也就是俗话说的，“不要将全部鸡蛋放在一个篮子里”，只剩下那些可以补偿的风险。

这种剩下的风险可以用一个简单的数学术语来衡量——贝塔（ $\beta$ ），它显示了单只股票相对于整个市场的波动程度。对于那些能将所有信息迅速而准确地反映到价格中的有效市场而言，贝塔可以很好地测量波动风险。在现代金融的设定里，有效市场支配一切。

对这种观点的推崇，不仅仅局限于学术的象牙塔里——学院、大学、商学院、法学院，而且成为过去35年整个美国金融界的标准教条，从华尔街到主街（Main Street），皆是如此。很多教授坚信，股票的市场价格已经完全反映了企业的真实价值，剩下的风险就是股价波动的风险。应对股价波动风险的最好方法是投资于一组多元化的组合。

当人们的目光顺着杰出投资者的历史，回溯到格雷厄姆和多德时，会发现他们用逻辑和经验揭穿了这种标准的教条。巴菲特认为，大多数市场并非完全有效，将市场波动等同于风险是一种曲解。由此，巴菲特担心在市场有效的现代金融理论影响下，整整一代学子，无论是MBA（工商管理硕士）或是JD（法学博士），都处于学习错误课程的风险之中，反倒是错过了重要的东西。

一场代价极其高昂的现代金融理论课程，来自于组合保险的蔓延与滥用。组合保险是指在下跌市场中，一种重新调整组合的电脑程式化技术。组合保险手段的滥用导致了1987年10月和1989年10月的股市崩盘。但也有好的一面，它打破了商学院和法学院盛行的，并且有越来越多华尔街拥趸的现代金融理论的完美说法。

随之而来的市场波动无法用现代金融理论解释，也无法用其他与小盘

股、高分红股、低市盈率股等相关表现的现象来解释。市场失效的主角，是沐浴在泡沫中的科技互联网公司的股票，泡沫在90年代末期和2000年年初破灭，这些公司的股价在兴奋与沮丧之间来回忽悠，像癫痫发作一般，与企业本身的价值毫无干系。越来越多的怀疑论者指出，贝塔无法真正测量实际的投资风险，并认为贝塔在并不有效的市场中没有意义。

在这种热烈的讨论中，人们开始关注巴菲特成功的投资记录，并开始重新寻找格雷厄姆、多德的投资方法和企业观念。毕竟，巴菲特在超过40年的时间长河中，创造了超过20%的年复合投资回报率，这一成绩是同期股市表现的两倍。在这之前的20年，同样的故事发生在本·格雷厄姆的格雷厄姆-纽曼投资公司（Graham-Newman）身上。

无论是格雷厄姆-纽曼投资公司，还是伯克希尔公司，它们都具有一些相同的特征：足够大的资本规模，足够长的历史时间段，没有什么意外惊喜而导致的数据失真，也没有大数据挖掘，而且这些业绩表现是历史的结果，并非事先安排。这一切综合在一起，正如巴菲特所强调的那样，取得这样的惊人业绩值得众人尊敬。

现代金融理论受到巴菲特杰出业绩表现的威胁，但这个理论固执的支持者们对巴菲特的成功做出了各种奇怪的解释。例如，说巴菲特的成功仅仅是因为运气好，就像笑话故事中，那只能用打字机打出莎士比亚名作《哈姆雷特》的猴子；或者他能接触到其他投资者无法得到的内幕消息。

在不承认巴菲特的同时，现代金融理论的热心支持者依然坚持认为，投资者最好的策略是，基于贝塔或扔飞镖方式的分散持股，并持续进行投资组合的重新配置。

对此，巴菲特报以讽刺和建议。他讽刺这种投资理念的支持者应该继续留在大学校园里，以利于永续传承有效市场的教条。他建议投资者不用理会现代投资理论，或其他类似的市场理论，而是埋头于投资本身的钻研。对于大多数投资者而言，最好的方式是长期投资于指数。或者，投资者可以利用自身在某方面的所长，对于相关企业进行深入分析。按照这个思路，风险并不是什么贝塔或波动，而是投资损失或伤害的可能性问题。

对于投资风险的评估和判断是很不容易的，因为其中涉及的因素包括公司管理层素质、产品情况、竞争对手、负债状况等多个方面。一项投资是否合算的衡量标准是，该项投资所取得的税后回报，能否至少不低于最初投资本金的购买力，加上一个合适的回报率。

在投资过程中，最为主要的一些相关因素，包括企业长期的竞争优

势、管理者的能力与诚信、未来的税率以及通货膨胀水平等因素都是模糊的，并不十分明确，尤其与贝塔那迷人的精确度相比。但问题的关键在于这种判断是必需的、无法回避的，除了投资者的缺点之外。

巴菲特指出了贝塔方式的荒谬之处，比如贝塔认为，“如果相对于大势，一只股票的股价大幅下跌，……大跌之后的股价反而比先前股价高企之时，更具风险。”贝塔就是这样来测量风险的。

同时，贝塔方式无法区分企业特性的风险，例如“一家只卖宠物石或呼啦圈这种单一产品的玩具公司，其内在风险与另一家主打大富翁游戏或芭比娃娃的玩具公司相比，二者虽然同样是玩具公司，但风险内涵并不相同”。但是，普通投资者可以通过消费者行为和公司之间的竞争，来分辨它们的不同。同时，股价的大跌也可能是一个上佳买入机会的信号。

与现代金融理论相反，巴菲特的投资思想中没有规定多元化。这种思路也可以称为集中投资，如果没有在投资组合中出现，至少所有者也应默识于心。谈到集中投资这个问题，巴菲特以凯恩斯为例。凯恩斯不仅是杰出的经济学家，而且是精明的投资家，他认为投资资金应该重仓于两三家经过深入了解的、具有可信管理层的公司。

这种观点认为，投资和投资思维分布太分散反而会导致风险上升。有一种在财务上和心智上集中聚焦的策略可以降低风险：①提升投资者对目标公司的认知度；②提升投资者在买入前必须具备的、对其基本面属性的满意度。

根据巴菲特的观察，贝塔方式的流行忽略了“一个基本原理：模糊的正确胜过精确的错误”。长期的投资成功，并不来源于研究贝塔数值，并且保持一个分散化的投资组合，而是来源于投资者将自己视为企业所有者。为了达到理想贝塔数值而进行不断交易、重构组合的行为，实际上却让人远离长期的投资成功。

这种“在花朵间来回跳跃”的行为大大增加了价差、手续费、佣金等交易成本，更不要说还要牵涉到纳税问题。巴菲特拿那些频繁炒股的人开玩笑说，“这就像不断搞一夜情被称为浪漫一样”。相对于现代金融理论所坚持的“不要将所有的鸡蛋放在同一个篮子里”，我们更认同马克·吐温在其名作《傻瓜威尔逊的悲剧》中的建议：“将你所有的鸡蛋放在同一个篮子里，然后，看好篮子。”

在20世纪50年代，巴菲特作为哥伦比亚商学院的研究生，从他的伟大导师本·格雷厄姆那里学到了投资的艺术，然后，在格雷厄姆-纽曼投资公

司工作。

在一些投资经典著作中，包括格雷厄姆的《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）一书，介绍了很多历史上最有深度的投资智慧，驳斥了一些流行的错误心态，例如将价格等同于价值。格雷厄姆的观点是，价格是你所付出的，价值是你所得到的。这两样很少完全相等，但绝大多数人很少能区分它们的不同。

格雷厄姆最为深远的贡献是创造了一个住在华尔街的角色——市场先生。他是你的假想生意伙伴，你们两个共同持有一家公司的股份，搭伙做生意。他每天都想着买你在公司的股份，或者卖给你他自己持有的股份。

这位市场先生的脾气非常情绪化，从高兴到绝望极易变化。有时他出的价格高于价值，有时他出的价格低于价值。心情越是狂躁抑郁，价格与价值之间的价差就越大，其行为提供投资的机会也就越大。巴菲特再次介绍了市场先生，他强调尽管现代金融理论没有意识到“市场先生”的存在，但对于整个市场而言，格雷厄姆的这个寓言显示出自律的理性投资思维是多么重要。

另一项来自格雷厄姆的重要的遗产传承是“安全边际原理”。这项理论认为，在一个投资中，如果支付价格不能明显低于其所提供的价值，那么这项投资就不应该进行。

巴菲特忠实地遵循了这个原理。他曾提到格雷厄姆说过，如果将所有深刻的投资秘诀浓缩提炼为四个字的话，就应该是：安全边际。在初次读到这个原理40年之后，巴菲特对此依然深表赞同。尽管现代金融理论的热衷者认为市场是有效的，以至于价格（你所付出的）与价值（你所得到的）之间没有差距，巴菲特和格雷厄姆认为这种差距仍然普遍存在。

这种差距也表明“价值投资”这个术语是多余的。所有真正的投资必须建立在价格与价值的关系评估基础上。那些不将价格与价值进行对比的策略根本就不是投资，而是投机。投机仅仅是希望股价上升，而不是基于“所支付价格低于所得到价值”的理念。

巴菲特留意到很多专业人士犯的另一个错误，即把投资分为“成长投资”和“价值投资”两类。巴菲特认为“成长”和“价值”并非泾渭分明、水火不容，它们是不可分割的整体，因为成长就是价值的一个组成部分。

“相关投资”这个词与巴菲特也沾不上什么边。这个词在20世纪90年代中期变得流行，它描述了一种投资风格，为了减少股东所有权和经理人控



制之间的间隔成本，强调股东参与和监控经理人。很多人认为巴菲特和伯克希尔可以作为“相关投资”这种风格的代表。的确，巴菲特买了几个公司大量的股份，并持有相当长的时间，他也的确只投资那些拥有忠诚经理人的公司。但二者的相似之处大约也就是这些了。如果用一个形容词来描述巴菲特的投资风格，应该是“专注”或“聪明”。即便这些词也是冗余的，质朴的“投资者”一词就是对巴菲特最好的形容。

其他被误读的术语包括被模糊了区别的，作为现金管理工具的投机和套利。对于伯克希尔这样的公司来说，套利是很重要的管理大量超额现金的工具。投机和套利都是处置公司现金的方式，而不仅仅是将公司多余的现金放在商业票据等短期现金等价物上。投机是将资金押在那些尚未公开的公司事件的传言上。而传统而言，巴菲特指出，套利是在为数不多的已公开的机会中，利用同一个对象在两个市场间的价差，进行短期持有。它利用的是同一对象在不同时间的价格差异。决定是否用这种方式使用公司现金，取决于四个常识问题，它们都基于信息而不是传言：事件发生的概率，资金占用的时间，机会成本，如果事件没有发生的下跌。

像市场先生、安全边际一样，能力圈原理也是格雷厄姆、巴菲特智慧投资思维的三大支柱之一。这个原理讲的是，投资者仅仅需要聚焦于自己看得懂的公司，聚焦于你自己了解的公司。正是这一条使得巴菲特避免了其他人不断重复的错误，对于那些几个世纪以来，被循环往复、滋生投机市场的科技风潮和新时代华丽辞藻弄得晕头转向的人们，尤其值得重视。

在所有投资思考中，投资者必须防备巴菲特所谓的“惯性驱使”。这是一种无处不在的力量，在这里，习惯的力量对抗着变化，耗尽公司的现金，下属们为了讨好上级而通过的并非最优的公司战略等。与商学院和法学院经常教授的课程不同，这种力量会影响到企业理性的决策。惯性驱使的最终结果是导致行业的跟风心态，山寨成风，而不是成为行业的领头羊。巴菲特称之为“旅鼠行军”。

相信本书的每一位读者都会乐在其中，并且乐与家人、朋友分享。巴菲特关于负债的观点尤为引人，对于个人、家庭和公司的财务都有仔细的解释，适当地关注“生活和负债”，可以明白债务的诱惑和危险。

## 投资替代品

在巴菲特那些关于投资机会的文章中，所有的投资原理都得以生动展现。在定义了什么是生产性资产，以及对其投资偏好的解释后，他用一系列的文章对一些替代性投资品种（例如垃圾债券、零息债券、优先股等）做出了说明。

华尔街以及学院派的流行观点认为，巨大的债务负担并不完全是坏事，反而会使使得公司管理层更专注、更努力，对垃圾债券提供了多一层的保护，他们将其比喻为“匕首论”。所谓匕首论，指的是如果将一把匕首绑在汽车方向盘上，刀尖对着驾驶员，会令驾驶员在开车的时候注意力更加集中，因而可以避免发生灾难性后果。对于这个说法，巴菲特再次援引格雷厄姆的观点进行了驳斥。

巴菲特指出，20世纪90年代早期的经济衰退中倒下的大量公司，都是由于债务负担过重。公司债务过重会导致无法偿还，无法偿还的高违约率，进而使垃圾债券必须以较高的利息吸引投资人。学院派的研究结论认为，垃圾债券的高利息可以补偿它们的高违约率。

巴菲特认为这些研究本身的前提假设都是伪命题，任何大学统计系的一年级学生都能分辨出来。这类假设的前提是：研究分析所涉及的、过去流行的历史条件，在未来会同样存在。但情况并非如此。更多有关垃圾债券愚蠢观点的评论，可参阅本书中芒格对于迈克尔·米尔肯（Michael Milken）财技的表述。

华尔街感兴趣的行为方式往往是以赚钱为导向，并不顾及什么财务意义。从这点出发，华尔街经常将好主意办成坏事。例如，在零息债券的历史上，巴菲特指出它们能够给购买者提供一个等同于普通债券、锁定的复合回报率，这是普通债券无法提供的。零息债券这一金融工具的使用，一度使得借款人在没有更多额外自由现金流支付利息的情况下，可以为企业筹集更多资金。然而，隐患渐渐暴露出来，由于发行零息债券的主体信用越来越差，以致无法应付日益增长的债务负担。对此，巴菲特感叹道：“这就像华尔街上那些经常上演的游戏一样，聪明人玩开头，傻瓜玩结尾，先下手为强，后下手遭殃。”

导致2008年金融危机的罪魁祸首有很多，其中包括金融衍生品的广泛使用，而巴菲特早在数年之前就已经提出过警告。现代金融工程学将各种复杂金融工具称为金融衍生品，因为它们本身的价值是从合同指定的对标

价格波动衍生而来的。

支持者相信这些衍生工具对于管理风险非常有用，实际上在巴菲特判断价格合适的情况下，伯克希尔也经常持为数不多的衍生品合约。但当支持者认为衍生品的使用可以完全消除系统性风险的时候，巴菲特对此持有不同看法。以他的先见之明，他指出衍生品非但不能消除系统性风险，反而可能具有完全相反的效果。它们变动频繁，难以估值，而且在各个金融机构之间的交易合约盘根错节，相互关联。巴菲特警告，由于各种因素的相互交错，使得一旦某个环节出现一个问题，势必会引发多米诺骨牌式的连锁反应，带来一系列的破坏性后果。2008年金融危机就是这样的情况。

巴菲特承认，他对于衍生品风险的看法源于对巨灾风险的厌恶，他不想让伯克希尔坚强的财务堡垒地位受到侵害。但这还不是主要原因，在收购了通用再保险公司之后，巴菲特忍受了数年衍生品管理所带来的煎熬。巴菲特解释说，这种痛苦不是即刻接手企业本身，而是源于接手之后意识到无法卖出去。他花费数年时间，才厘清了那些如同迷宫一般、数额巨大的长期衍生品带来的债务情况。巴菲特对此陷入沉思，其他人可以从伯克希尔的实验中受益。

在书中的各个章节，还对宏观经济学进行了论述，从美国政府的国际贸易赤字到引发2008年金融危机的房屋贷款政策。

## 普通股

巴菲特回忆1988年伯克希尔公司在纽约证券交易所挂牌的情形，他对公司的指定交易券商吉米·麦圭尔（Jimmy Maguire）说：“如果买入股票之后，必须等到两年之后才能卖出，我认为你会取得巨大的成功。”尽管巴菲特开玩笑说麦圭尔“似乎对这个主意不够热情”，他强调自己买股票时的心态，“如果我们因为交易所关闭而不打算持有的股票，那么即便交易所开市我们也不会持有”。巴菲特和伯克希尔都是长期投资者，但股市上有太多的人是股票炒手，这就大大增加了交易成本。

企业盈利的很大一部分被耗费在与交易相关的摩擦成本上。所谓交易就是对股份所有权的重新分配。重新分配意味着支付佣金给经纪人，付费用给投资经理，支付现金给财务规划师和商业顾问，他们在此过程中会提出更多建议。再后来，这些摩擦成本升级形成一个行业，业内人士自称为对冲基金、股权投资公司等各式各样的名称。巴菲特估计整个成本约占全美国企业年度总利润的20%。

不像很多其他CEO们希望自己公司的股价在市场上越高越好，巴菲特希望伯克希尔的股价最好等同于其内在价值，或贴近其内在价值——既不高，也不低。如果能够这样，则就意味着，在同一时间段，公司的运营成果将惠及同一时间段的股票持有者。想要维持这种效果，就要求有一个长期的、以企业运营为导向的股东群体，而不是一个短期的、以股市变动为导向的群体。

巴菲特留意到其导师费雪的建议，那就是一个公司应当像一家餐馆一样，提供一份菜单以吸引某一类型口味的顾客。伯克希尔提供的长期“菜单”，强调了频繁交易活动的成本会损害长期投资结果。的确，巴菲特估计由券商佣金和做市商差价构成的交易成本，通常会吞噬10%或更多的利润。避免无谓的成本，或将这种成本最小化，对于长期投资成功具有重要意义，伯克希尔在纽约证券交易所挂牌有助于遏制这些成本。

公司分红政策是一项重要的资本分配问题，与投资人的利益息息相关，但很少有人向他们解释。巴菲特给股东的信件中，非常清楚地阐明了这个主题，强调“资本配置对于企业和投资管理都非常重要”。1998年以来，伯克希尔普通股的股价每股超过50000美元<sup>[1]</sup>，公司的账面值、盈利、内在价值等指标常年稳定地增长，超出行业年平均增长率。此外，公司从来没有分拆过股份，过去30年也没有派发过红利。

除了反映长期目标的“菜单”和交易成本最小化之外，伯克希尔的分红政策还反映了巴菲特的一个信念，公司利润到底应该进行分红还是留存，取决于一项测验结果：留存的每1美元利润能否创造出至少1美元的市值？如果可以，就应该留存利润；如果不可以，就应该分派红利。这就是著名的“1美元原则”。“只有留存利润产生的增量收益等于或大于派发给投资人的收益”时，留存利润才是合理的。

就像巴菲特其他简单的准则一样，这一准则常常会被公司管理层忽视，当然除非他们为自己的子公司指定分红政策。利润留存往往出于非所有者的原因，例如为了企业帝国的扩张，或为了管理层提供运营的便利。

这样的事情在伯克希尔却是完全不同的景象，巴菲特在讨论会上说，经过测试，伯克希尔“可以派发超过100%的收益”。芒格插话说：“太对了。”然而，这没有必要，因为通过巴菲特管家式的管理，伯克希尔提供资本超额回报的机会已经得到了充分的展现。

回购那些股价偏低的股票是一种配置资本、提升价值的手段，虽然这看起来好像不那么容易理解。在20世纪80年代和90年代初期，公司股份回购并不常见。巴菲特对于那些能用1美元买回2美元价值的管理层赞誉有加，因为这是使用公司资金的明智之举。

随之，就如同经常发生的事情那样，大量跟风者蜂拥而来，所以你会经常看到不少公司会以2美元回购价值1美元的股份。这实际上是毁灭价值的股份回购行为，其目的是试图托起低迷的股价，或抵消同期发行的低价执行期权所带来的影响。

巴菲特列出了伯克希尔进行股份回购的理由和条件：只有当股价大幅低于其内在价值之时。这清楚地表明，尽管在伯克希尔以折价回购时，巴菲特对于内在价值可能只是一个大致的感觉，但应该让股票持有人清楚自己手中股票的价值。解决方案是：清晰的信息披露，让卖出股票的持有者在知晓充分信息的基础上进行决策。

股票分拆是很多美国公司在资本市场上的另一种常见手法，但巴菲特指出这有损股东利益。股票分拆有三个后果：

- (1) 分拆增加了交易成本，因为分拆之后的周转率提高。
- (2) 分拆会吸引那些短线客，他们过度关注短期的市场股价涨跌。
- (5) 由于上述原因的影响，分拆会导致股价严重偏离公司的内在价

值。

巴菲特指出，如果没有其他益处，分拆伯克希尔的股票实在是愚蠢之举。不仅如此，这样做还可能毁掉公司过去30年的努力。在过去的岁月里，伯克希尔吸引了一批较之其他大型上市公司更专注长期投资的投资人队伍。

伯克希尔公司的高股价及其分红政策带来了两个后果：

首先，高高在上的伯克希尔股价，削弱了股东将其权益赠送给家人或朋友的能力，尽管巴菲特已经制定了一些可行的策略，例如可以折价出售给受赠者。

其次，伯克希尔高高在上的股价，令华尔街一些金融工程师们试图创造出一类证券品种，声称可以复制伯克希尔的表现，卖给那些对于伯克希尔业务和投资理念缺乏了解的人。

作为回应，伯克希尔公司实施资本结构重整，创造出来一种新型股票——伯克希尔B股，并在公开市场发售。B股只有伯克希尔A股（即原有股份）1/30的权益，其投票权只有A股的1/200。这样，B股的股价应该在A股的1/30附近。

伯克希尔的A股可以转为B股，这样就赋予公司股东自行决定的权力，如同股票的分拆一样，有利于他们进行赠予等行为。更为重要的是，这种资本重构使得市场上对于伯克希尔的克隆行为得到遏制，这些行为有悖于巴菲特所信奉的基本原则。这种克隆行为是成立专门买卖伯克希尔股票的投资信托，然后根据市场对信托的需求对股票进行交易，这样做增加了投资人的成本负担。如果伯克希尔的投资人并不明白公司的业务和理念，他们的行为会推高股价，造成价格与价值之间的巨大偏差。

伯克希尔B股的设计，是为了吸引那些认同巴菲特集中投资理念的投资人。例如，在发售B股之时，巴菲特和芒格都强调当下伯克希尔的股价没有被低估。他们说自己不会按照当时的市价买A股，也不会买B股。这样做，传递的信息很简单：除非你愿意长期持有股票，否则就不要买。这些为B股吸引长期投资者的努力，得到了很好的效果：股份的换手率远远低于大型上市公司的均值。

对于巴菲特和芒格做出“本公司没有被低估”的警示性声明，有人感到惊讶，因为通常公司管理层在发行新股时，都会告诉市场自己发售的股价非常合理。然而，你也不用对于巴菲特和芒格的声明感到担心，因为巴菲

特认为，一家公司如果以低于价值的价格出售股票，对于它现有股东而言是一种犯罪。

[1] 2017年6月，每股价格超过250000美元。——译者注



## 兼并与收购

伯克希尔的投资政策通常采用双管齐下的方式进行：整体收购全部股份，或仅仅收购部分股份。前提是这些企业至少具备两点：

（1）具有优秀经济特征，即拥有所谓“护城河”的竞争优势。

（2）拥有巴菲特和芒格喜欢、信任、欣赏的管理团队。

与通常的做法相反，巴菲特认为在进行整体收购时，没有理由支付溢价。

有两类企业是极其稀缺的。

第一类是为数不多的具有护城河特征的企业——它们可以提高售价但不会使销售数量减少，或不会使市场份额降低，仅需内生性增量资本即可提高两者。即便管理层平庸，这类具有护城河的企业也能提供资本高回报。

第二类稀缺的企业是其高管具有出色的管理能力。他们善于挖掘运营不佳企业的潜力，完成常人难以完成的壮举，运用杰出的才能释放企业那些隐藏的价值。

上述两类公司是稀缺的，这也就无法解释为何每年市场上都有数以百计的高溢价收购。对于那些以高溢价并购普通企业的行为，巴菲特将主导收购的管理层的动机归为三类：收购的快感，扩大规模的快感，对于协同效应的过分乐观。

在支付收购的方式上，伯克希尔只有在物有所值的情况下，才会以发行新股的方式进行支付。但这种方式变得越来越难以施行，因为经过多年的发展，伯克希尔收购、培育了一大批优秀企业聚拢在旗下，就像拥有大批珍贵艺术品的法国卢浮宫。想通过增加一幅波提切利（Botticelli）的作品，而再次大幅提升整个艺术馆的价值是很难的。如果你打算通过放弃伦勃朗（Rembrandt）的作品而得到增值则更加困难。

让其他企业的高管遵循这一规则的确困难，但其实也不是那么难，因为他们自己旗下也拥有运营良好的公司。与他人不同的是，巴菲特注意到，以发行新股为手段的并购，卖家通常以股票市价作为依据，而不是以

其内在价值作为依据。一个以发行新股作为支付手段的买家，如果其股价较低，比方说，只有内在价值的一半，那么，这就等于给对方支付了双倍的价格。这样做的公司，高管们会以合并后的协同效应或公司规模作为理性的辩护，但实际上是图一时之快，并将过分乐观置于股东利益之上。

此外，以发行新股的方式进行收购，通常被称为“买家去买卖家”或“买家收购卖家”。巴菲特对此有着清醒的认识，他认为这其实是“买家卖出自己的一部分去收购卖家”，诸如此类。无论如何，真实的情况就是：它能使入评估一下买家是放弃了什么进行收购。

另一种拿股票当现金使用的滥用是绿票讹诈（greenmail），也就是从狙击公司的手中以溢价回购股份，以阻止收购提议。尽管回购股份可以提升股东价值，但巴菲特谴责这种行为，因为这是另一种对公司的打劫。

芒格在本书第2章中指出，80年代盛行的杠杆收购（LBO）也应该受到谴责。法律的许可使得LBO获利巨大。但芒格告诉我们，LBO使企业变得脆弱，巨大的财务杠杆必须支付巨额的代价，并且提升了整个收购成本。

不用增加额外负担，同时能提升价值的收购，这样的机会非常难得。实际上，大多数收购都是贬值的。巴菲特说，发现最佳提升价值的收购机会，必须专注于机会成本，主要是以股市上优秀公司的股价作为衡量。这种专注不同于那些一心想着协同效应和扩张规模的公司高管们的行为，这也是伯克希尔双管齐下进行对外收购或投资的原因。

伯克希尔的收购还具有额外的优势：支付高含金量的股票，以及在收购之后，给予公司高管高度的自治权。巴菲特说，在收购行为中，这两样都不常见。

巴菲特很看重言行一致，他会提醒潜在卖家，伯克希尔以前从不少家族和他们相关者手中买了不少企业，他也会邀请买家与之前的卖家聚会，看看伯克希尔之前的承诺是否兑现。

简而言之，巴菲特希望，对于那些持有优秀企业的卖家而言，伯克希尔是个好的买家。这是巴菲特给人们上的重要一课，它解释了为什么巴菲特倾向于持有公司而不是卖出公司，即便在这些公司面临困境的时候，他也会这么做。

## 估值与会计

关于如何弄懂和使用财务信息，巴菲特的文章提供了一系列有趣和令人启发的教程。在剖析通用会计准则（GAAP）方面，巴菲特指出了GAAP在分析公司或投资估值时，既有重要性，也有局限性。巴菲特解开了其神秘面纱，揭示了一些关键点的重要区别，例如会计盈利和经济盈利，会计商誉和经济商誉，会计账面价值和内在价值。这些都是投资者或经理人工具箱中的重要工具。

《伊索寓言》之于古代就像巴菲特之于我们今天。《伊索寓言》说：“一鸟在手，胜过两鸟在林。”这则寓言体现出估值方式穿越千年没有改变，只不过巴菲特将它延伸至金钱领域。估值事关金钱的数量，不是希望，不是梦想。

很多人一定记得20世纪90年代后期的科技泡沫，泡沫破裂之后，人们发现林中几乎没有鸟。是否每个人都从这一历史中得到教训，答案值得怀疑。但这样的例子从伊索时代至今不断重演，一次又一次。

巴菲特工具箱中的一件特殊工具是“内在价值”——一个企业在其存续期间创造的所有现金的折现值。虽然表述起来简单，但内在价值的计算既不容易，也具有主观性。内在价值的计算，取决于对于未来现金流的估算和未来利率变动的估算，但是它关乎企业的终极本质。

相较而言，账面价值很容易计算，但有其局限性。对于大多数公司而言，同样的情况也发生在市场股价上。内在价值、账面价值、股票价格三者之间的关系交织在一起，它们各有其道理，但并不是一回事。

巴菲特强调，有用的财务报表应该能让人回答关于企业的三个基本问题：

- （1）一个公司大约价值几何。
- （2）实现公司未来规划的能力。
- （3）管理层的企业运营能力。

巴菲特感叹说，GAAP使得进行这些判断变得困难。的确，对于任何企业的复杂性而言，几乎所有的会计系统都没有给出完整准确的回答。有

感于发明一套优于GAAP的会计系统几乎是不可能完成的任务，巴菲特提出了一系列的概念，以帮助投资者和企业管理者更好地使用财务信息。

巴菲特提出的概念之一是“透视盈利”。根据GAAP，投资会计要求控股投资使用合并报表法，将子公司合并入母公司财务报表。对于持股股权比例20%~50%的投资，GAAP要求按比例报告。对于持股比例20%以下的，GAAP要求只记录实际收到的分红，而不是记录按照比例相应的股东权益。

GAAP的规则实际上掩盖了伯克希尔大量的经济价值，因为那些被投资却未分红的公司在伯克希尔集团中占有相当的比重，但如果采用GAAP方式制定财报，这些价值不会出现在伯克希尔的财务报表中。

意识到决定价值的因素并非投资权益的规模，而是盈利的如何分配，巴菲特采用了一个新概念来估算伯克希尔的经济表现——透视盈利。透视盈利是在伯克希尔净利润的基础上，加上各个被投资公司的未分配利润，减去内在增量税项得出的。

对于很多公司而言，透视盈利与GAAP盈利没有什么不同，但这个方法对于伯克希尔和很多个人投资者而言意义重大。与伯克希尔类似，个人投资者对待自己的投资组合，可以采取类似的方法，并设计出一个能够长期、最大可能提供透视盈利的投资组合。

关于会计商誉和经济商誉的异同已经众所周知，但巴菲特的洞察力使得这个话题令人耳目一新。会计商誉是指收购一个公司的价格超出其公允价值的部分（扣除负债后）。它作为一项资产放在资产负债表中，然后作为年度成本每年摊销，通常历时40年。因此，会计商誉这项资产，随着时间推移，作为成本是递减的，数值越来越少。

与会计商誉不同，经济商誉是无形资产的集合。无形资产指的是诸如品牌认知度，有形资产指的是诸如厂房和设备。企业的无形资产能够使企业在有形资产之上产生超出平均的收益率。经济商誉的数值就是这超出部分的资本化。

企业的经济商誉会随着时间的推移而上升，即便是普通的企业，它的经济商誉至少也会与通货膨胀保持同步。对于那些具有独特经济特征或特许权特征的企业，经济商誉的升值则更为显著。的确，具有强大经济商誉的公司在通货膨胀的年代所受到的伤害，远远小于那些没有经济商誉的公司。<sup>[1]</sup>

会计商誉和经济商誉的区别如下。

第一，除去负债、剔除商誉摊销后的净有形资产的回报能力，是评估经济商誉的最佳考量指标。这样，当一个企业收购另一个企业，收购反映在资产账目上被称为商誉，对于这家企业的分析不应考虑摊销费用。

第二，由于经济商誉是在摊销之前，在整体的经济成本上进行衡量，所以，在评估一项可能的企业收购时，也不用考虑这些摊销。

然而，巴菲特强调对于折旧费用的处理不同于摊销，折旧是真实的成本，这一点不应该被忽视。巴菲特是在解释伯克希尔收购活动中阐明上述观点的。公司总是告诉股东们扣除GAAP要求调整之后的运营结果，以期更为真实地反映收购活动。

华尔街在进行企业评估时，常用的计算方法是：现金流等于（a）运营利润加上（b）折旧费用以及其他非现金费用。

但巴菲特认为这还不够完整，他认为应该在（a）运营利润加上（b）非现金费用之后，减去（c）必要的再投资。巴菲特将（c）定义为“企业未来维持其长期竞争力和产量，所必需的厂房和设备的平均资本化开支”。巴菲特将“（a）+（b）-（c）”的结果称为“股东盈利”。

如果（b）和（c）不同，那么，现金流分析和股东盈利分析也会不同。对于大多数公司而言，（c）会超过（b），所以，现金流分析通常会夸大经济的现实。在（c）不同于（b）的情况下，计算股东盈利比计算分析GAAP盈利更能准确地评估企业的表现，也比进行会计调整后的收购价格现金流分析更准确。这就是伯克希尔在收购之后，除了披露GAAP盈利数字或现金流数字之外，还要报告被收购公司股东盈利的原因。

[1] 也就是说，品牌公司比杂牌公司在通货膨胀中处于更为有利的位置。  
——译者注

## 会计诡计

理解会计方法的最终一点在于，会计是一种形式。既然是一种形式，它就是可以被操纵的。巴菲特借用其导师格雷厄姆20世纪30年代写的作品揭示了会计操纵有多么严重。

格雷厄姆虚构了一个美国钢铁公司，通过采用高级簿记方法，该公司在没有现金流出或没有改变运营费用，或没有改变销售的情况下，其盈利取得了“显著增长”。在这个案例中，除了讽刺精神之外，格雷厄姆这则故事中展现出来的会计欺骗，与美国公司中发生的实际情况相符。

GAAP的确存在问题，但有两个阵营的存在使问题变得更糟糕。一类人是试图通过扩展会计想象力以符合GAAP的要求，第二类人是存心利用GAAP的规则进行欺诈。

第一类人特别难以应付，就像巴菲特在之前例子中提到的关于股票期权的辩论，充分显示了很多公司高管和会计人员的本位主义。例如，在关于“授予的股票期权是不是成本”的辩论中，巴菲特的简单明确：“如果股票期权不是一种形式的成本，请问它是什么？如果薪酬补偿不是成本，请问它是什么？如果在计算盈利时不考虑成本，请问将它们置于何处？”直到今天，巴菲特也没有得到答案。

对于财务报表诚信的追求是没有止境的，会计欺诈的手段也是与时俱进的，这种随时更新的欺诈手法困扰着美国各家公司的首席财务官（CFO）。这种手法的最近花样是“企业重组”，涉及范围很广，使得管理层可以运用比以前更为灵活的手段及更平滑的会计技巧。其他的例子，例如对于公司养老金的预估、出售资产的时机等等，这些都会对财务报表的损益产生影响。投资者要当心。



## 会计政策

主张财务报告应该恪守诚信的拥护者应该言行一致，身体力行，巴菲特在提交伯克希尔股东信息时就是这样做的。他设身处地地从投资人的角度出发，换位思考，一些股东应该看到的部分数据，即使GAAP没有要求披露，他也会披露。巴菲特这样做是正确的，这样做使得他即便在会计规则改变的情况下，也能从容应对。例如，会计规则现在要求记录退休人员的福利承诺，之前并没有这样的要求。

从巴菲特关于财务信息的观点讨论中，有一点是清晰的，那就是会计规则有其固有的局限性，尽管它绝对重要。尽管在捏造利润、潜在滥用上存在着很多管理上的漏洞，财务信息对于投资者而言依然有着巨大的用处。巴菲特每天都阅读财务报表，并据此配置数十亿计的资金。所以，一个投资者应该在尽可能多地了解信息的基础上，做出理由充分的重大投资决断。这种决断包括对于做出透视盈利、股东盈利、内在价值的调整。



## 税务问题

上述讨论忽略了在长期投资中的税务影响这个方面。人的一生中有两件事是确定的，在书的结尾记录了巴菲特常开的关于个人寿命的玩笑之一：“如果能怡享天年，他将会威胁到玛土撒拉（Methuselah据传活到969岁）的长寿纪录。”在这本文集的讨论会上，有人问及如果巴菲特去世对于股票的影响。另一个人答道：“一定会有不利影响。”巴菲特顽皮地说：“这个不利影响对我个人要大于对股东。”

劳伦斯A.坎宁安

## 第1章 公司治理

对于股东和公司管理层而言，很多公司开年会是在浪费时间。有时候，公司管理层不愿意披露实际的经营情况。更多的时候，一场大会的毫无建树是由于参与股东们更在意自己在台上的表现，而不是关心公司运营的状况。一场本应讨论公司业务的大会，变成戏剧表演、发泄怨气和鼓吹己见的论坛。（这种情况无可避免，为了股价，你必须告诉痴迷的听众，你对于世界运行的看法。）在这种环境下，股东大会的质量经常是一年比一年糟糕，因为这些只关心一己私利的参与者，他们的行为伤了那些真正关心企业的股东们的心。

相比于千篇一律的股东年会，伯克希尔的股东年会是完全不同的景象。参与年会的人数一年比一年多，而且我们从未遇见过愚蠢的问题或自说自话的评论<sup>[1]</sup>。相反，我们遇见过各种各样有关商业的深思熟虑的真知灼见。股东年会给大家一个讨论问题的时间和场合，芒格和我非常乐于回答这样的问题，无论它们多长。（然而，面对数以千计的股东们，我们无法在每年股东年会之外的其他时间里，回复来信或电话咨询。一对一、面对面的交流是对时间的滥用）。在股东年会上唯一不涉及的业务话题，是那些如果直言不讳就会让公司真正付出代价的话题，例如讨论我们的证券投资活动<sup>[2]</sup>。<sup>[3]</sup>

[1] 在随后发布的“致股东信”中，有时会披露先前参加股东年会的人数。伯克希尔股东年会的参会人数从1972年的12人，到1997年达到大约7500人，到2000年到达15000人，到2008年达到35000人。自1984年以来，这个数字稳步上升。

[2] 1984年。

[3] 简而言之，巴菲特的意思是，除股东年会外，没有其他时间可供私人交流；股东年会上，不会讨论具体的个股投资。——译者注

## A.完整公平的信息披露<sup>[1]</sup>

在伯克希尔公司，我们通常会换位思考，设想如果我们自己处于股东的位置，应该得到什么样的信息，我们会从这样的角度向股东披露完整的报告。芒格和我会公开当前状况下，公司的所有重要的运营状况，以及公司高管对于长期商业经济特征的坦诚看法。无论是很多财务细节，还是任何重大的运营数据的讨论，我们都希望给出解读。

当芒格和我阅读报告时，我们对人物、工厂、产品的照片不感兴趣，而引用EBITDA<sup>[2]</sup>的概念也会让我们不寒而栗——难道管理层认为公司的资本开支会由牙齿仙女（Tooth Fairy）承担吗？<sup>[3]</sup>我们对于模糊不清的会计技巧心存疑虑，因为太多时候，这样做意味着管理层希望隐瞒一些东西。我们不想阅读那些由公司公关部或财经公关顾问发出的信息，我们期待公司CEO能直接用他自己的语言解释所发生的事情。

对于我们而言，所谓“公平报告”意味着，我们的30万个“合伙人”<sup>[4]</sup>能够在同一时间或尽可能同时得到信息。为此，我们选择在周五股市收盘后，或次日的早晨，将公司的年度和季度财报发布在互联网上。通常这样的做法，可以让我们的股东或有兴趣的潜在投资者有充分的时间，在周一开盘之前，消化其中的信息。

我们要为美国证券交易委员会（SEC）主席小阿瑟·莱维特（Arthur Levitt, Jr.）进行的股市打假活动鼓掌。这种打假活动针对的目标是公司信息披露行为中的“选择性披露”，近些年来，这种选择性披露行为像癌症一样蔓延。的确，信息的选择性披露已经成为大型公司的一种标准化的行为，用于“指引”分析师或大股东对于盈利的预期，这种指引提供的数据会正好或略低于公司真实的预期。这种选择性的散布线索，这就像抛媚眼或点头一样，给那些满脑子投机思维的机构和顾问发出暗示。相对于那些以投资为导向的个人投资者，这些人得到了更多的信息优势。这实际上是一种贪污腐败行为，但却不幸地被华尔街和美国企业界奉为圭臬。

感谢莱维特主席代表投资人利益而进行的不屈不挠且卓有成效的努力。现在，所有公司都被要求平等地对待他们的股东。但这种变革，不是出于道德良心，而是出于强迫压力，这对于公司CEO们以及公司的投资者关系部门而言，并不是一件光彩的事。

对此，我想大胆地表述一下更进一步的看法。芒格和我都认为，CEO

们预测公司增长速度，是骗人的和危险的。当然，他们是被分析师和公司自己的投资者关系部门怂恿裹挟着这么做。但他们应该拒绝，因为这样预测多了会招致麻烦。

我们认为CEO们有自己的内在目标是件好事。甚至，在明智谨慎的提示前提下，CEO们向公众表述对于未来的一些希望，也是合适的。但是，对于一家大型公司而言，对公司未来长期的每股盈利增长率做出预测，例如年复合增长15%，这样做只会招来麻烦。

只有非常少的大型公司能维持这样量级的增长率。不妨做个测试：假设从1970年到1980年选出200家盈利最高的公司，做一个表格，看看从那时起，有多少家公司可以保持15%的每股盈利增长率。你会发现，很少有公司可以满足这个标准。我敢打赌，2000年最赚钱的200家公司中，能在未来20年中保持15%每股盈利增长的公司，将不超过10家。

这种好高骛远的预测，不仅散布了无用的乐观主义，更麻烦的是这腐蚀了CEO们的行为。多年以来，芒格和我观察到了很多案例，许多CEO们参与那些并不经济的企业运作，仅仅是为了追求他们曾经宣布的盈利目标。

更糟糕的是，在使出重重解数、筋疲力尽之后，他们有时甚至玩起了各种各样的会计游戏，以“制造数字”，达成目标。这些会计诡计会有一条滚雪球的路径：一旦公司将盈利从一个时期转移到另一个时期，运营的缺口将会随之在未来要求更多的会计操纵，更加肆无忌惮。这样，愚蠢就变成了欺诈。（据悉，更多的钱是被“笔”偷走的，而不是被“枪”劫走的。）

对于那些用美妙预测吸引投资者的CEO们，芒格和我持怀疑态度。他们中有一小部分人确有先见之明，但大部分是先天的乐观主义者，甚至就是喜欢吹牛。不幸的是，投资者要具有火眼金睛的分辨之能，却不是一件容易的事。

给投资者三个建议：

第一，小心那些展示弱会计的公司。如果一个公司没有费用选项，或养老金假设如天马行空，对于这样的公司要小心。当公司管理层在公开的方面使用低下的手段，那么他们在背后可能采用同样的手法。厨房里如果有蟑螂，绝不可能只有一只。

鼓吹EBITDA是一种有害的做法。考虑到折旧只是一种“非现金”成本，所以折旧并不是一项真实发生的费用。这样的计算毫无意义。事实

上，折旧是一项特别没有吸引力的费用，因为现金在所获得的资产产生收益之前就已经支出了。

设想一下，今年伊始，有家公司一次性给员工发了未来十年的工资（这样，他们会编制一个十年的固定资产摊销表）。在接下来的九年里，这种预支的成本会是一种“非现金”成本——今年年初预付成本资产的减少。会有人在意，第二年到第十年的成本记录仅仅是一个简单的记账手续吗？

第二，不知所云的注脚往往意味着靠不住的管理层。如果你看不懂财务报告中的某个注释或其他管理解释，这通常是因为CEO们不想让你明白。在安然公司欺诈案例中，对于某些交易的描述依然困扰着我。

第三，对于那些大肆鼓吹盈利成长预测的公司保持警惕。企业很少能在波澜不惊、毫无意外的环境中一帆风顺地发展，所有盈利也不是简单顺利地可以预知。（当然，投资银行家们的招股说明书除外。）

芒格和我不仅不知道伯克希尔下一年的盈利水平，甚至不知道下一个季度的盈利如何。对于那些一贯声称能够预知未来的CEO们，我们抱怀疑态度。如果他们总是能达到他们预测的目标，我们对其会是彻头彻尾的怀疑。那些习惯于“制造数字”的公司高管们，在某种程度上是试图粉饰数字。

[1] 2000年，2002年。

[2] 未计利息、税项、折旧及摊销前的利润。——译者注

[3] 参阅第6章E节：股东盈利和现金流谬论。

[4] 指伯克希尔的股东。——译者注

## B.董事会与公司高管<sup>[1]</sup>

我们通常会远远地在一个安全距离上，观察其他公司很多CEO的表现，这与我们可以近距离观察的（我们自己投资的公司中，那些CEO的表现），有着明显的不同。有时候，这些CEO们显然不能胜任工作，然而，他们却尸位素餐，能牢牢地待在自己的位置上。最大的讽刺莫过于，一个能力不足的下属或许很容易丢掉饭碗，而一个能力不足的CEO却不是这样。

比如说，一个应聘的秘书，被要求具有一分钟能打80个字的能力，结果只能打50个字，她会立刻失去工作。这里，这个职位有清晰的标准，表现很容易测量，如果你不能达标，就会出局。类似的情况，例如新的销售人员不能达到销售目标，也会立刻被解聘。没有任何借口可以替代订单。

然而，一个碌碌无为的CEO却经常可以蒙混过关，因为衡量这个职位的标准几乎不存在。甚至，当公司运营败象毕露、反复恶化之时，他们还是含混其辞，推诿塞责。在很多公司里，这些人总是先射出管理目标之箭，然后，匆忙地将落箭之点圈为靶心。

另外，老板与基层下属之间，还有一个重要区别往往为人忽视，那就是，CEO的业绩表现没有即刻的监督考察机制。如果一个销售经理所带领的销售队伍尽是庸碌之辈，会急得像热锅上的蚂蚁，因为这直接影响其本人利益，他会迅速修正这些错误，淘汰不胜任的手下。否则，他自己就会被淘汰。一个办公室主任如果聘请了无能的秘书，也会面临同样的命运。

但是充任公司CEO的老爷们通常也是董事会成员，在那里很少有衡量自己的标准，也不会对旗下公司的表现负责。如果董事会聘用了错误的人，并任由这种情况继续下去，又会怎样？即便公司由于这个错误而被收购接管，也会给离任的董事会成员以巨额利益。（职位越高，跌得越轻。）

最后一点，通常人们希望董事会与CEO之间可以和睦相处。在董事会议上，对于CEO成绩表现的批评就像打嗝一样，无关痛痒。而办公室里不称职的打字员可无法享受这种待遇。

上述这些观点，不应完全被解读为对CEO们以及董事们的谴责。他们中的大多数工作勤奋，有一些极其杰出。当芒格和我目睹了这么多管理上的失败，这让我们对永久持有的三家公司的管理层心怀感恩之情。他们热

爱公司，他们具有股东导向精神，他们德才兼备。

在我们的股东年会上，曾有人问我：“如果你被卡车撞了，将会发生什么情况？”我很高兴他们还能以这种方式提问。说不定过不了多久，这个问题会变成：“如果你没有被卡车撞，将会发生什么情况？”

类似这样的问题，在某种程度上，提醒我们关注公司治理这个话题，这是过去多年来的一个热门话题。总体而言，我相信董事们近来已经挺起了脊梁，同时，与并不太久的以前相比，（中小）股东们也越来越得到主人一样的对待。然而，研究公司治理的分析评论人士，很少区分三种存在于上市公司中的情形，这三种情形下，经理人与所有人情况存在着根本性不同。尽管董事们的法律责任完全相同，他们的能力影响的每个案例都有不同。人们通常会关注到第一种情形，因为这种情形普遍存在。伯克希尔公司属于第二种情形，然而，或许将来有一天会发展到第三种情形。我们将探讨这三种情形。

关键词：董事会里的三种情形

第一种情形最为常见，董事会里没有控股股东。在这种情况下，我认为董事们的行为应该像那些缺席的股东一样，想方设法着眼于公司的长期利益。

不幸的是，“长期”这个词给了很多董事们以灵活腾挪的空间。他们或是因缺乏诚信，或是因缺乏独立思考的能力，而做出有损股东重大利益的事情的时候，也会声称他们在从长期利益着眼。但是，假如董事会能恪尽职守，就应该与平庸或糟糕的公司管理层做斗争。董事们有责任更换那些不称职的管理层，就像一个聪明的主人当家做主一样。如果遇见那些贪婪的公司高管，伸出长手越界到股东们的口袋里掏钱，董事们必须打他们的手。

在通常的情况下，如果一位董事看见自己不喜欢的事情，他应该以自己的观点去说服其他董事。如果他能成功地这样做，整个董事会就有了积极变化的力量。反之，假如这位不愉快的董事未能取得其他董事的一致意见，他应开诚布公地让那些缺席的股东们了解自己的观点。当然，董事会里很少发生这种情况，很多董事的性格不太喜欢这种挑剔的行为。但我认为如果问题很严重，这样做并无不妥。当然，发出抱怨的董事可能会遭到未被说服的其他董事的强烈反驳，他们会阻止不同意见者对于细枝末节、非理性事务的追求。

就刚才讨论的董事会的情形，我认为董事会里成员的人数应该少些，



比如说，十个或更少，而且多数应该来自公司外部。来自外部的董事们应该制定CEO业绩衡量标准，应该定期召开没有CEO参与的会议，这样才能以衡量标准评判他的业绩作为。

董事会成员应该精通业务，乐于本职，具有股东利益导向的精神。在很多情况下，董事会成员的组成往往基于其社会名声，或纯粹出于增加董事会的多元化因素的考量。这种做法是错误的。更有甚者，挑选董事的错误特别严重，因为董事任命一旦生效，就很难被解除，和和气气但无所事事的董事一旦被任命之后，再无丢失工作之虞。

第二种情形存在于伯克希尔公司中，在这里，控股股东同时也是公司高管。在一些公司中，这种安排可以通过发行两种具有不同投票权的股票来实现。在这种情况下，很明显，董事会无须扮演股东和管理层的中间人角色，并且董事们除了通过说服达成一致之外，别无他法实施影响或改变。因此，如果股东/公司高管是平庸或糟糕之辈，或越俎代庖，伸手过长，通常董事除了反对之外，无能为力。如果董事与股东或公司高管没有关系，但能达成一致的意见，也许会发挥一些作用，但更有可能的是毫无作用。

如果情况没有改观，那么问题十分严重，外部董事应该辞职。他们的辞职将会是对管理质疑的警示信号，会强调已经没有外部人士可以更正股东或公司高管的缺点。

第三种公司治理的情形发生在控股股东没有参与公司管理的情况下。这种情形发生在好时食品（Hershey Foods）和道琼斯（Dow Jones）等公司身上，将外部董事推到了一个潜在有用的位置。如果他们对公司高管的工作能力或诚信不满意，可以直接向大股东（可能也是董事会成员）通告他们的不满。这种情况对于外部董事有利，因为他只需要将意见反映给一个人，一个想必对其意见有兴趣的人。如果意见被接受，情况会立即改观。即便如此，不满意的董事也只有一条路可走，如果他仍然对严重的问题不满意，除了辞职之外，别无他选。

从逻辑上说，第三种情形对保证一流的管理最为有效。第二种情形中，大股东同时也是公司高管，老板当然不会解雇自己。在第一种情形中，董事们常常发现对付平庸之辈或过分之举，往往很棘手。除非对公司管理不满意的董事能赢得董事会的大多数支持，否则这将是一项尴尬的社会和后勤任务。特别是发生的问题如果仅仅是公司管理层的行为有点令人讨厌，而不是太过分，这样董事的行为也会束手束脚。在现实中，遇到这样的情况，董事们也只能睁一只眼闭一只眼，得过且过。与此同时，公司

高管们继续无拘无束，为所欲为。

在第三种情形中，大股东既不用自我批评，也不用麻烦地面临争取多数董事同意的问題，而且大股东还可以保证，挑选的外部董事能给董事会带来积极有益的因素。这样的董事会，反过来，也知道他们提出的良好建议能被认真地倾听，而不是被冥顽不化的公司管理层置之不理。如果公司大股东聪明且自信，那么他会做出既尊重管理层又维护股东利益的英明决策。此外，更为重要的是，他会乐于纠正自己犯的错误。

在伯克希尔，我们目前处于第二种情形中，只要我还在，这种状况一直会保持下去。请允许我加上一句，我的健康状况很好。无论好坏，你们可能愿意让我继续股东/公司高管的角色。总而言之，我们正在为“大卡车”事件做准备。

无论是公司经理人的能力还是忠诚，这两项因素都需要长期的监督。其实，大约2000年以前，耶稣基督就谈论过这个话题，他（在路加福音16:2）赞许地提到，一个富人叫来他的经理管家，告诉他：“请把管理的账户情况说清楚，因为你已不再是我的管家了。”

问责制和管家精神在过去十年里变得日益缺失，在大泡沫时代这些品质已经不再被认为是重要的。当股价大幅上升时，公司经理人的行为准则却在下降。但是，到了20世纪90年代后期，那些在高速公路上狂奔的CEO们并没有遇到严重的交通大拥堵。

应该注意的是，CEO们本应该是这样的一些人，无论男女，他们应该是你所喜欢的，并且放心选之作为下一代或邻居的财产信托人。然而，这些年来，太多的CEO们，他们在办公室里行为不端、蒙混数字、报以平庸的业绩，却为自己支取着高额报酬。

为什么聪明又体面的董事会未能防止这样可悲的事情发生？这并不是因为法律不健全。事实上，法律非常清楚地规定，董事们负有维护股东利益的责任。造成这种现象的原因正是我所说过的“董事会氛围”。

关键词：能力与忠诚

例如，在一个由一群和事佬组成的董事会里，不太可能会有人提出更换CEO的提议。同样，也不可能对CEO提议的公司并购活动提出质疑，尤其是他的下属和外部顾问在场，并一致支持该项决策的情况下（如果这些人不支持，他们就不会出现在董事会的会议室里）。最后，当补偿委员会——董事会一般都配备高薪雇请的顾问团——给予CEO巨额股票期权时，

即便某个董事提请委员会应该重新考虑的建议，也不过就像在晚餐桌旁打个嗝一样，无足轻重。

由外部董事定期召开没有CEO参与的董事会，这种形式是一种改革，我对此持热烈支持态度。虽然社会上对此存有非议，然而，我怀疑大多数其他可以带来好处的治理规则和建议，会相应地增加金钱或其他方面的成本。

当前对于“独立”董事的呼声很高。的确，能思考独立、观点独立的董事当然是再理想不过的人选。但是，这些独立董事必须精通商务，有兴趣并具有股东利益导向的特质（正如之前所提到的）。

在跨越40年的时间里，我担任了19家上市公司的董事（伯克希尔除外），并与大约250位董事进行过交流，他们中的大多数符合上文定义的“独立”的内涵。但是他们中的绝大多数至少缺乏我提到的三项特质中的一个。结果，他们对于股东利益的贡献非常小，甚至，经常是负数。

这些斯文又聪明的人，对于企业没有足够的了解，对于股东利益也没有足够的关心，他们对于那些愚蠢的企业并购和可恶的赔偿政策不会提出质疑之声。反观我自己的行为，我必须可悲地承认，我也经常犯这样的错误：当我判断管理层做出的决策并不利于股东利益时，我也保持沉默。在这些例子中，“配合”式的和谐显示出了独立的特质。

让我们看看更多的关于“独立”董事失败的案例，看看一个涵盖数千家公司的案例研究。1942年以来，联邦法律规定，投资公司（大多数是公募基金）的董事会有很大比例由独立董事构成。原先规定40%，现在是50%。在很多情况下，典型基金公司的长期运营均在由独立董事占大多数的董事会的领导下进行。

这些董事们以及整个董事会通常有很多不太明确的职责，但现实中，有两项职责最为重要：得到尽可能最佳的投资经理，以及通过谈判争取以最低的费用得到。当你自己寻求投资帮助时，这两项也是你所考虑的；当董事们替其他投资人做主时，也应该遵循同样的考虑。然而，在独立董事们完成上述任一目标时，他们的记录都绝对令人感到寒心。

数以千计的投资公司的董事会每年召开年会，执行一项重要的任务——选择由谁来管理他们所代表的，数以百万计的投资者的投资资金。年复一年，A基金公司的董事们永远只会选择A经理，B基金公司的董事们一直选择B经理，如此类推，就像一个僵化刻板的可笑流程。

虽然在非常偶然的情况下，董事会也会有所不同，但是更多时候，即便现任投资经理的业绩一直表现平庸，我想“独立”董事们愿意开始寻找其他的投资经理之前，恐怕连猴子都会用打字机打出一部莎士比亚的作品了。但是，当董事们处理自己的金钱时，他们会另辟蹊径，寻找其他投资顾问，行为谨慎小心，而在他们履行董事责任，肩负着其他投资人的托付时，心中却不这么想。

渗透在整个体系中的虚伪在一家基金公司——例如A公司被以高价卖给B经理时，得以生动的体现。这时，“独立”董事们终于开始自我反省，认为B经理才是能够找到的最佳人选，尽管此前数年B经理就在那儿（或者他被忽视了）。在B经理买下A公司之后，身价即刻飞涨，这并非偶然。因为B出了巨资去收购A，现在B需要补偿之前的成本，这些必须从A公司的股东口袋里捞回来。（关于公募基金行业内幕的精彩讨论，请见约翰·博格（John Bogle）的《公募基金的常识》（Common Sense on Mutual Funds）一书。）

投资公司的董事们在管理费的谈判中也经常是失败的。如果你或我被授权，我敢向你保证，我们能很容易地将目前大多数基金经理的管理费用降低。相信我，如果董事们承诺他们可以节省一部分费用，降费将不成问题。然而，在目前的体系下，费用的减少对于“独立”董事毫无意义，但对于基金经理影响重大。你认为这两个阵营，谁会赢得胜利？

一个合适的基金经理当然比一个低费率的基金更重要，这二者不是董事们的职责。但面对这些最为重要的任务时，在过去超过60年的时间里，数以千万计的“独立”董事们却可悲地失败了。（然而，他们在关照自己的利益方面却很成功，他们通常在一个“大集团”之下的多家董事会获得很可观的董事袍金，通常能达到六位数。）

对于基金管理费用问题，当基金经理非常关心，而董事们并不那么关心时，便需要一个强有力的反制力量存在，但这正是如今公司治理中所缺乏的元素。摆脱平庸的CEO以及消除过于雄心勃勃的扩张，这些都依赖于股东们的作为，尤其是大股东。这样做的背后逻辑并不复杂，因为在最近的数十年里，股权集中度有了显著的提高。今天，大机构的基金经理们很容易对于存在的问题施加影响。只要为数不多的机构，比如说20家，甚至更少的大机构联手，就能够对一家上市公司进行有效的公司治理改革，仅仅通过手中的选票，他们就可以决定那些庸庸碌碌的董事们的命运。依我看来，这种协作行为是唯一可以使公司治理得到有意义改善的方法。

有几家机构投资人认定我担任可口可乐的董事缺乏“独立性”，其中有

一个团体要求我退出该公司的董事会，另外一个好一点，只想把我赶出审计委员会。

对此，我的第一个反应是，或许该偷偷地捐款给第二个团体——我不知道到底有谁想要待在审计委员会。通常董事会被分配到各个委员会，但由于没有任何一位CEO希望我待在薪酬委员会，所以一般我都会被派到审计委员会。结果证明，这些团体的努力功败垂成，我还是被分到了审计任务（虽然我曾极力要求重新安排）。

关键词：“独立”董事

有些团体因为伯克希尔旗下的子公司麦克莱恩和DQ公司（McLane and Dairy Queen）与可口可乐有生意上的往来，而质疑我的独立性。（难道为此我们就应该弃可口可乐而选择百事可乐吗？）根据《韦氏大辞典》关于“独立”的定义，指的是“不受他人所控制”。我实在搞不懂，怎么会有人认为，我会为了其间的蝇头小利，而牺牲伯克希尔在可口可乐高达80亿美元的股东权益。即便假设我稍微有些理性的话，就算是用小学生的算术也能算清楚，我的心和头脑应该站在可口可乐公司的股东一边，而不是管理层那一边。

我忍不住要说，连耶稣基督都比这些抗议团体还要了解独立性的真义，在马修6：21章节中，他提到：“你的财富在哪里，你的心就在哪里。”我想即便对一个大型投资机构来说，相较于与可口可乐往来能赚取的蝇头小利，80亿美元可以算得上是这样的“财富”。

以《圣经》的标准来衡量，伯克希尔公司的董事会堪称典范：（a）每位董事至少将400万美元以上的身家放在伯克希尔；（b）没有任何股份是靠股票期权或赠予获得；（c）董事们领取的酬劳相较于自身的年收入都极其有限；（d）虽然我们有一套公司赔偿机制，但我们并没有替董事们安排任何责任保险。在伯克希尔，董事们与所有股东待在同一条船上。

芒格和我已看过很多符合《圣经》所说的“财富”观点的种种行为。根据多年的董事会经验，我们看到，最不独立的董事当属那些依赖董事报酬生活的人。（还有那些期待被邀请加入董事会的人士，好让他们得以增加更多收入。）更可笑的是，恰恰正是这些人被归类为“独立”董事。

这类董事大多举止得体，工作一流，但人的天性使得他们会反对可能危及其生计的任何方案，他们中有一些会屈从于诱惑。

让我们看看周围现实的例子，关于最近刚传出的一宗并购案（与伯克

希尔无关），我有第一手的资料。管理层相当看好这宗收购案，而投资银行也觉得相当不错，因为并购价格远高于目前股票的市价，此外许多董事也相当赞同，并准备提交到股东会表决。

然而就在此时，有几位董事会兄弟，每位每年平均都从董事会和委员会领取超过10万美元酬劳，却跳出来大加反对，最后使得这宗金额高达数十亿美元的并购案胎死腹中。这些未参与公司实际经营的外部董事，仅持有极少数的股权，且多数为公司所赠予。很奇怪的是，虽然目前的股价远低于并购的提案价格，却不见他们自己从市场买进多少股份。换言之，这些董事既不希望股东们提出X价格的报价，同时自己也不愿从市场上以X价格买进部分股权。

我不知道到底是哪几位董事反对让股东看到相关的提案，但我却很清楚这10万美元的董事袍金，对这些被外界视为独立的董事来说，至关重要，绝对称得上《圣经》所说的“财富”。而万一这件并购案谈成了，他们每年固定可以领取的酬劳将因此泡汤。

我想无论是我还是该公司的股东，永远都不会知道是谁提出反对的议案，而基于一己私利，这群人也永远不知道要如何反省。我们确切地知道一件事，那就是就在拒绝这项收购案的同一次会议上，董事会却投票大幅提高董事们自己的酬劳。

我们的董事会现在拥有11位董事，其中的每一位，包含其家族成员在内，加起来总共持有价值超过400万美元的伯克希尔股票，而且都已经持股很多年。其中六位，其家族持股量至少以数百万计，持有时间甚至长达30年以上。同时，所有董事的持股跟其他股东一样，都是从公开市场花钱买来的，我们从来没有发放过股票期权或是特别股，芒格和我喜欢这种问心无愧的持股方式。毕竟，没有人会喜欢去洗外面租来的车。

此外，伯克希尔的董事酬劳平平（我儿子霍华德就时常提醒我这件事），换句话说，伯克希尔全体11位董事的利益按比例与其他任何一位伯克希尔的股东完全一致，一直以来都是如此，并将会继续如此。

不过伯克希尔董事的不利一面，实际上远高于各位股东，因为我们没有投保任何的董事和高管责任险，因此如果有任何可能的灾难发生在董事们身上，他们面临的损失将远高于各位。

关键词：独立董事的三个条件

我们董事们的最后底线是，如果你们赢，他们就大赢，如果你们输，

他们就大输。我们的方式或许可以被称之为所有者资本主义。除此之外，我们不知道有什么更好的方法可以维持真正的独立性。

除了要维持独立性，董事们也必须具备丰富的商业经验，以股东利益为导向，以及在公司拥有真正的利益。在这三样条件中，第一项尤为难得，如果缺乏这一项，其他两项的作用有限。社会上有许多聪明、有思想且受人景仰的知名人物，但他们对企业却没有充足的了解，这并不是他们的错，或许他们可以在别的领域发挥光芒，但他们并不适合待在企业的董事会内。

芒格和我只做两项工作，其中一项，是如何吸引和留住杰出的经理人，管理我们不同类型的企业运营<sup>[2]</sup>。这个还不太困难。通常，这些经理人会随着我们收购的公司一起进入伯克希尔的体系。通常，在收购之前，他们就已是商界的明星，已经证明了自己各自领域中的才华，我们的主要贡献就是让他们自由发挥天分，不给他们添乱。

这个方法似乎非常初级，并不复杂。如果我的工作管理一支高尔夫球队，而且杰克·尼克劳斯（Jack Nicklaus）和阿诺德·帕尔默（Arnold Palmer）这两位著名的职业高尔夫球手愿意为我的球队打球，他们两个人谁都无须得到我的挥杆指令，因为他们自己知道如何挥杆。

我们一些主要的经理人原本就很富有（我们希望所有的经理人都富有），但这对于他们持续的兴趣并不构成威胁。他们工作是出于热爱，并享受杰出成就带来的喜悦。他们始终坚持从股东利益出发的思维方式（这是我们给予经理人的最高评价），并能发现公司的各个方面都令人着迷。

（我们这种职业病的原型是一位信奉天主教的裁缝，他用自己多年微薄的积蓄做路费，前往梵蒂冈朝圣。他回来以后，他所在的教区专门召开一个特别会议，请他谈谈关于教皇的第一印象。“告诉我们，”热情的教徒说，“教皇是一个什么样的人？”我们的英雄精炼地回答道：“他是个44岁的普通人。”）

芒格和我都知道，只要有优秀的队员，每个领队都会成绩斐然，就像奥美广告公司（Ogilvy&Mather）的天才创始人大卫·奥格威（David Ogilvy）的哲学：“如果我们雇用的都是比我们矮的人，我们将成为一家侏儒公司；但如果我们雇用的都是比我们高的人，我们会成为一家巨人公司。”

作为一种副产品，我们的管理风格赋予我们一种能力，那就是我们可



以较为容易地拓展伯克希尔的经营活动。我们曾读过一些管理学的研究成果，其中特别指出，在管理中，一位高管应该管理多少位下属才合适，但这对我们毫无意义。当你拥有的经理人都具有高度的工作热情，你可以与一打或更多的经理人打交道，并且与此同时，你还有午后小憩的时间。反之，如果经理人缺乏诚信、愚蠢或无趣，即便只有一个，你处理起来也会力不从心。芒格和我可以将打交道的经理人数目再提升一倍，只要他们与目前的经理人具有同样的出类拔萃的品质。

我们只愿意与我们喜欢并尊重的人一起工作，这不仅仅将我们获得好结果的机会最大化，同时可以给我们带来非同一般的美好时光。与此相反，与大倒胃口的人一起工作就像为钱而结婚，这在任何情况下，都是个糟糕的主意，尤其是在你已经富有的情况下，如果这么做，你绝对是疯了。

在伯克希尔，我们认为，告诉杰出的CEO（例如盖可保险公司的托尼·奈斯利（Tony Nicely））如何管理他们的公司，简直愚蠢之极。如果前排的司机总是由坐在后排的人指挥驾驶，他们就不会为我们工作了。（一般而言，他们不必为任何人工作，因为大约75%的人在财务上都已自由而独立。）此外，他们都是企业界的马克·麦克基韦斯（Mark McGwires，美国棒球明星），他们无须我们指点如何控球及如何挥杆。

不仅如此，伯克希尔公司的所有制结构还可以使最优秀的经理人变得更有效率。首先，我们消除了通常令CEO们疲于奔命的所有烦冗的仪式和无效活动。我们的经理人可以完全专注于他们自己制定的时间表。其次，我们给每一位经理人一个简单的任务，就像如下三种情况一样运营公司。

- （1）你拥有100%的股份；
- （2）将公司视为你和你的家族在世界上拥有的唯一资产，并且一直拥有；
- （3）至少在100年的时间里，不可以出售公司或与其他公司合并。

作为一种推论，我们告诉这些经理人，不要让任何会计因素影响他们的决策，哪怕是一丝一毫的影响。我们希望我们的经理人队伍考虑什么是重要的，而不是考虑什么被认为是重要的。

几乎没有哪家上市公司的CEO们在类似的授权下管理公司，主要是因为他们的老板专注于短期的发展前景和财报盈利。然而，伯克希尔所拥有的股东基础，使其在所有上市公司中具有最长期的投资时间预期，而且，

这种股东基础还会在未来几十年继续存在。

的确，我们大多数股票的持有者打算持有至生命的终点，我们因此可以告诉我们的CEO们着眼于长期价值的最大化，而不是下一个季度的盈利。我们当然不会忽视当前的业务结果（在大多数情况下，它们也很重要），但我们永远不会以牺牲我们构建的日益强大的竞争力为代价，取得短期的业绩表现。

我相信盖可保险公司的故事很好地证明了伯克希尔方式的优势。芒格和我从来没有教托尼如何管理公司——永远也不会，但我们创造了一种环境，让他在重要的地方，能够将其天才般的能力尽情发挥。他无须将时间和精力花在董事会、媒体见面会、对投行的演示讲解或财经分析师等事务上。此外，他无须花时间考虑融资、信用评级或华尔街对于每股盈利的预期。因为我们具有独特的公司所有者结构，他也知道这种运营结果会持续数十年不变。在这个自由的环境中，无论是托尼本人，还是公司本身，都能将其蕴藏的无限潜能，转化为企业成就。

每一天，在千变万化的商业环境中，伯克希尔旗下每个公司所处的竞争地位也在变化，或是变弱，或是变强。如果我们能提升客户体验，削减不必要的成本，改进我们的产品和服务，我们就会变得更强大。但是，如果我们漠视客户，膨胀自大，我们的公司就会日渐枯萎。我们的行为效果似乎每天都没有什么不同，但随着时光推移，日积月累，其结果却十分巨大。

我们长期竞争优势的日渐提升，恰恰源自于这些日常不起眼的坚持，我们将其描述为“加宽护城河”。如果我们打算在今后的10年、20年一直拥有公司，这样做是非常重要的。当然，我们也总是希望短期能赚钱。但是，短期如果与长期发生冲突，加宽护城河必须是我们的优先选项。

如果管理层为了追逐短期的盈利而做出了错误的决策，会导致公司各方面的处境恶化，包括成本、客户满意度或品牌美誉度等遭受损害，后续再做大量的工作也无法弥补。看看如今汽车行业和航空行业，这两个行业里经理人所面临的两难困境，他们正陷于前任留下的巨大麻烦之中，苦苦挣扎。

芒格非常喜欢本·富兰克林的一句话：“一盎司<sup>[3]</sup>的预防，胜过一磅<sup>[4]</sup>的治愈。”但是，有时候，无论多少的治愈也无法弥补犯过的错误。

<sup>[1]</sup> 1988年，1993年，2002年，2004年，2003年，1986年，1998年，2005

年。

[2] “两个工作”的另一个是指资本配置，见本书第2章和第6章。

[3] 1盎司 = 28.35克。

[4] 1磅 = 453.59克。

## C.企业变化的焦虑<sup>[1]</sup>

7月，我们决定关闭我们的纺织业务。到年底，这项令人难过的工作的大部分已经结束。这项业务的历史非常有教育意义。

当巴菲特合伙企业——一家我曾经是一般合伙人的合伙企业，在21年前买下伯克希尔-哈撒韦公司的实际控制权时，公司的会计账面净资产为2200万美元，而且全部投在纺织业务上。然而，公司的内在价值实际上远低于此，因为纺织资产无法产生与其会计价值相称的盈利回报。的确，在之前的九年里（也就是伯克希尔公司与哈撒韦公司合并在一起运营的期间），总计5.3亿美元的销售额产生了1000万美元的亏损。在年复一年的财务报告中，最终的结果总是盈利状况进一步，退两步。

当年我们收购伯克希尔-哈撒韦的时候，人们普遍认为南部的纺织工厂（大部分没有工会组织）具有强大的竞争力。到目前为止，大部分纺织工厂都已经关闭了，很多人认为，现在也应该是我们清算自家的纺织工厂的时候了。

然而，我们当时认为纺织厂总裁肯·蔡斯（Ken Chace）先生可以管理得更好，他长期在伯克希尔工作，在我们收购后立刻被任命为总裁。在这一点上，我们百分之百地正确。肯和继任者加里·莫里森（Garry Morrison）先生都是杰出的经理人，他们的每一点都与我们其他盈利丰厚的公司的经理人一样。

1967年初，我们用纺织业务产生的现金收购了国民保险公司（National Indemnity Company），进入了保险业。收购资金中，一部分来自公司盈利，一部分来自纺织业务库存、应收账款、固定资产再投资的减少。这种业务上的撤退事后被证明是明智的，尽管肯·蔡斯做了很多改进工作，但纺织业务的盈利状况却日渐衰退，即便在经济周期回暖的情况下也是如此。

随着伯克希尔的多元化发展，纺织业务在集团回报中所占的比重日渐缩小。我在1978年的年报中（在其他场合也曾总结过）提到过保留伯克希尔纺织厂的原因：

- （1）我们的纺织工厂在当地是非常重要的就业雇主。
- （2）纺织工厂高管在汇报问题时直截了当，在解决问题时干劲十足。

(3) 面对共同的困难，工人们精诚合作，通情达理。

(4) 相对于其他投资，这项业务还能产出适当的回报。

此外，我还说过：“只要这些条件都还存在——我们希望如此，我们就会继续支持纺织业务的存在，即便有其他更为动人的投资方向。”

关键词：为什么要保留不赚钱的业务

事实的结果证明我在第4点上的认识非常错误。尽管1979年略有盈利，但在此之后，便一直大量消耗着现金。到了1985年年中，即便我本人也已经非常清楚，这种情况肯定会继续下去。如果能找到一个买家愿意继续纺织业务的运营，我当然会倾向于出售，而不是清盘，即便出售所得可能会更少。但是纺织业务的经济前景对于我显而易见，对于别人也是如此，所以，没人有兴趣接盘。

我不会关闭那些低于正常盈利水平的公司，以试图在整个集团回报率上增加小数点之后的一点点。然而，我同时也认为，不断资助一个一直亏损，没有盈利前景的公司是不合适的，即便它曾经非常盈利。亚当·斯密不会同意我的前一个观点，卡尔·马克思不会同意我的后一个观点。看来，只有保持中庸路线，能让我感到舒适些。

我应该再次强调一下，纺织业务的先后两位负责人——肯和加里，他们都是足智多谋、干劲十足、富于想象力的人，他们一直试图令我们的纺织厂走向成功。为了取得可持续的盈利，他们更新了生产线、机器配置和分销布局。为此，我们还进行了一项重大收购，收购了沃姆贝克纺织厂（Waumbec Mills），希望能产生协同效应（这是在业界被广泛使用的术语，用于解释收购行为，除此之外，毫无意义），但最终一无所获。没有更早些停止这些运作，这是我的错。

据近期的《商业周刊》杂志报道，自1980年以来，已经有250家纺织厂关闭。这些工厂老板们知道的信息，没有我不知道的，只是，他们处理得更加客观理性而已。我忽略了哲学家孔德的忠告：“聪明才智应该是内心的仆人，而不应该是内心的奴隶。”在这件事情上，我选择相信了我愿意相信的东西，对此我应该进行反省。

美国国内的纺织行业在一个商品经济体系中运行，而整个世界的纺织业已经是一片生产过剩的竞争红海。我们所经历的麻烦，直接或间接地，主要来自国外，那里工人的工资只是美国最低工资的一小部分。但这并不是说，我们今天关闭工厂是由于工人的缘故。实际上，相较于美国平均的

工人待遇，我们工人的薪资算是低的，整个纺织行业均如此。

在合同谈判中，无论是工会的领导人还是工会成员，他们都对不利的成本情况很敏感，他们从来不会提出不现实的提薪，或进行无效的生产活动。相反，他们像我们一样努力，试图保持工厂的竞争力。即便在清算期间，他们也表现出色。（但具有讽刺意义的是，如果工会前些年的行为没有这么友好的话，我们早就从财务上脱身纺织业务了，因为，我们会意识到面临的无望的未来，会迅速关闭工厂，以避免未来更大的亏损。）

多年以来，我们会收到意见，建议在纺织行业投入更多资本，这样能降低可变成本。每一个建议看起来都会有即刻的效果，使工厂成为迅速的赢家。如果按照投资回报的标准来衡量，这些建议给出的承诺回报率，甚至比我们旗下拥有的高利润率的糖果业务和新闻报纸业务还高。

但是，这些建议所承诺的，从纺织投资中产生的利润只是幻象。很多我们的竞争对手，无论国内的或国外的，都在进行同样的资本扩大再生产，一旦有足够多的公司这么做，它们降低的成本会成为整个行业杀低价格的新底线。单个来看，每一家公司的投资决策都是考虑成本效益和理性的；但总体来看，这些投资决策的结果因相互抵消而呈现出中和效应，呈现出非理性的状态。（就像挤在路边的人群中，争相观看游行队伍的人们，每个人都想踮起脚尖多看到一些，结果观看的效果与之前一样。）在每一轮扩大再投资过后，所有的参与者都投入了更多的资金，但回报依然毫无起色。

这种状况让我们面临一个痛苦的选择：巨大的投资能帮助我们的纺织工厂存活，但留给我们的是不停追加投资所带来的糟糕回报。然而，如果拒绝再投资，我们工厂的竞争力就会每况愈下，即便与国内同行相比也是如此。

我经常设身处地地想，导演伍迪·艾伦在他的一部电影中说过的一句话：“历史上不止一次出现过这样的情况，人类面临十字路口的抉择。一条道路通往失望和彻底的绝望，另一条通往完全的灭绝。让我们祈祷我们有正确选择的智慧吧。”

为了搞清楚“投还是不投”这个两难困境在商品社会中的情况，看看伯灵顿工业公司（Burlington Industries）的例子很有教育意义。无论是21年前还是现在，伯灵顿公司都是美国最大的纺织公司。1964年，当伯克希尔的纺织业务只有5000万美元销售额的时候，伯灵顿公司就已经达到了12亿美元。它具有的强大的分销和生产能力是我们无法企及的，而且，它的盈

利也远超我们的伯克希尔纺织厂。1964年底，伯灵顿的股价是60美元，而伯克希尔是13美元。

关键词：修补漏船还是换船

伯灵顿决定专注于纺织业务，1985年，它的销售额为28亿美元。从1964年到1985年，公司进行的再投资金额约30亿美元，远远超过美国任何一家纺织公司，平均摊到每股是200美元，而其股价却只有60美元/股。这些再投资的数目中，有很大一部分，我可以肯定，是用于改善成本和扩张规模。考虑到伯灵顿公司的基本战略是留在纺织业，我可以推断公司的资本投资决策是相当理性的。

尽管如此，如以真实美元价值计算，伯灵顿公司的销售额实际上是下降了，而且其销售利润率和净资产回报率都远远低于20年前。1965年公司进行过1拆2的分股<sup>[2]</sup>，目前股价是34美元/股——经过调整后计算，仅仅略高于1964年的60美元/股。同期，用于衡量通货膨胀的CPI指数上涨超过三倍。因此，每股的购买力仅仅相当于1964年年底的1/3左右。尽管公司坚持常规性分红，但购买力已大大下降。

伯灵顿公司的例子表明，当头脑和精力贡献于错误的前提下，股东们所能得到的就是这种灾难性后果。这让人联想起英国作家塞缪尔·约翰逊（Samuel Johnson）关于马的比喻：“一匹能数到10的马是一匹非凡的马，但不是非凡的数学家。”与此类似，一家能聪明配置资本的纺织公司，是一家非凡的纺织公司，但不是一家非凡的公司。

以我自己的经历和对其他很多公司的观察，一个好的管理记录（以经济回报衡量）的产生，更多取决于你上了什么样的船，而不是你划船的效率。（当然，在任何企业中，无论好坏，聪明和努力都很有帮助）。如果你发现自己上了一艘长期漏水的船，那么，换一艘船所花费的精力可能比修补漏洞更富成效。

并非我们所有的公司都注定能提升利润。当一个行业的经济环境恶化时，具有才能的管理层固然可以减缓公司财务状况恶化的程度，但最终英雄还要靠时势，管理技能的杰出依然敌不过大环境基本面的恶化。（我的一个智者朋友很久以前告诉我：“作为一个商人，如果你想得到一个好名声，一定要从事一个好行业。”）新闻报纸行业的基本面情况已经全面恶化，这个趋势是引发我们旗下报纸《水牛城新闻报》（Buffalo News）利润下滑的原因。这种恶化的趋势几乎肯定会继续下去。



在芒格和我年轻的时候，新闻报纸行业在美国是个非常容易获得高回报的行业。就像一个并不太聪明的出版商的著名说法：“我将我的财富归功于两类伟大的美国机构：垄断和裙带关系。”在那些“一城一报”的城市里，无论报纸的质量如何糟糕，无论报纸的管理层如何无能，都无法阻挡报业的利润喷涌而出。

关键词：时代变迁中的报业兴衰

报业的这种难以置信的回报也很容易解释。在20世纪的大多数时间里，报纸是美国公众获取信息的主要途径。无论是什么样的主题，体育、财经或政治，报纸都居于信息获得来源的统治地位。由此，同样重要的是，报纸上的广告栏是最容易找到受众的地方，或是知道你附近超市货品价格的地方。

因此，大多数家庭每天都需要报纸，但可以理解的是，他们中的大多数不希望同时为两份报纸付费。广告商们喜欢发行量最大的报纸，读者们喜欢广告最多、新闻最多的报纸。这种循环催生了报纸行业的丛林法则：大者生存。

因此，当一个大城市中有两家或三家报纸存在（一个世纪前，基本上都是这种情况），那家领先的报纸经常会通过并购成为独存的赢家。当竞争消失后，报纸的广告价格和发行价格都得到释放。典型的情况下，广告价格和报纸售价每年都会调升，利润随之滚滚而来。对于这些报纸的所有者而言，这是金钱的天堂。（有趣的是，尽管报纸经常以不满的方式报道一些行业——如汽车或钢铁行业——盈利能力低下的问题，它们却从未启发读者思考它们自身所拥有的点石成金的本领。呵呵……）

早在1993年我给股东们的信中，我已经断言这个隔绝的世界正在变化：“媒体行业……将被证明大不如前，不再像我或同行仅仅几年前还在想的那样了。”一些出版商对这样的看法和我所发出的警告感到不快。报业资产继续畅销，就像坚不可摧的自动贩卖机一样。实际上，很多聪明的报业高管们，他们不断记录和分析世界范围内发生的重要事件，但对于发生在他们鼻子底下的事，不是视而不见，就是漠不关心。

然而，现在，几乎所有的报纸业主已经意识到，他们在不断争夺眼球的战斗中正在失去立足之地。简单地说，如果光纤、卫星电视以及互联网率先进入，那么我们应该知道，报纸几乎肯定无法存在。在伯克希尔的体系里，《水牛城新闻报》的负责人斯坦·利普西（Stan Lipsey）干得非常好，该报的编辑玛格丽特·沙利文（Margaret Sullivan）也令我感到非常骄

傲。在全美大型报纸中，《水牛城新闻报》的市场渗透率是最高的。我们比大多数的都市报纸拥有更好的财务状况，尽管水牛城的人口和商业趋势都并不理想。

然而，即便如此，《水牛城新闻报》也面临着无情的压力，导致利润率的下滑。的确，真实的情况是，我们在水牛城的网上新闻领域也是领先的，而且会不断吸引更多的受众和广告。然而，考虑到其他很多可替代的信息和娱乐资源都是免费的，而且仅仅是点击一下即可便捷获取，我们互联网新闻业务的盈利潜力，最多也仅仅是过去没有竞争对手的纸质报纸时代的一小部分而已。

对于当地居民而言，拥有一个城市自己的报纸，就像拥有一支自己的运动队，会有即时的荣誉感。很典型的感觉是，拥有了一份当地的报纸，能让人拥有力量感和影响力。这也就是为什么它能够吸引有钱人的原因。除此之外，在市民心中，富裕的人们认为一个地方拥有自己的报纸，可以更好地服务当地。这就是彼得·基威特公司（Peter Kiewit）四十多年前购买奥马哈（Omaha）报纸的原因。<sup>[3]</sup>

因此，在报纸行业的合并中，我们愿意看到不以经济利益为唯一考虑的买家，就像发生在大型体育特许经营权的并购一样。然而，拥有新闻抱负的人们必须小心谨慎，没有什么规定可以保证一家报纸的收入不能滑落到成本之下，到那时，亏损就像雨后的蘑菇一样疯长。在新闻报纸行业，固定成本非常高，当单位发行量下降时，这更是一个坏消息。当报纸的重要性消失之后，拥有报纸所带来的“超级”优越感也随之消失。而体育特许权可能依然如故。

除非面临无法逆转的现金流失，否则我们会继续保留我们的新闻报纸行业，就像我们曾经声明的那样。芒格和我热爱报纸，我们每天读五份。我们相信一个免费并充满能量的媒体，是维持现今社会的关键要素。我们希望印刷版本和线上版本的某种结合可以避免报纸业经济上的末日，我们会努力在《水牛城新闻报》探索出一个可持续发展的商业模式。我认为我们会成功的。但是，报纸业曾经财源滚滚的时代一去不复返了。

[1] 1985年，2006年。

[2] 相当于A股的10股送10股。——译者注

[3] 该公司总部位于奥马哈的大型建筑企业，《财富》500强公司，创立于1884年。——译者注

## D.社会契约<sup>[1]</sup>

我们体系中有两个非常大的公司——BNSF<sup>[2]</sup>和中美能源公司（Mid-American Energy），它们所具有的共同特征，可以将其与其他公司区分开来。两家公司的特征是，它们都有巨大的由长期负债形成的受管制的长期资产，而对于这些负债，伯克希尔并没有提供担保。无须动用我们的信用，这两家公司自己有足够的盈利能力，即便在极端不利的经济环境中，也足以覆盖它们负担的利息要求。

这两家公司都受到政府的严格管制，都需要在工厂和设备上不断大量投资。两家公司都需要提供有效的、令客户满意的服务，以赢得当地民众和管理当局的尊重。作为反馈，两家公司都需要得到保证，以允许它们未来获得合理的资本投资回报。

铁路对我们国家的未来至为重要。以“吨位-英里<sup>[3]</sup>”为单位衡量，铁路承担了42%的美国城际间的运输。BNSF的运量超过所有同行，达到了整个行业的28%。稍微计算一下，这个结果告诉你，BNSF提供的全美所有城际间吨位-英里运输量超过11%。考虑到西部的人口流动，我们的市场份额应该会再提高一些。

所有这些加在一起，意味着我们背负着巨大的责任。我们是美国经济流通系统的主要和重要的部分，我们有责任不断维护并改善我们23000英里铁路，及其辅助的桥梁、隧道、发动机和车辆。为了完成这项工作，我们必须预见社会的需求，而不是仅仅进行反馈。为了完成我们的社会责任，我们会定期花费更多的折旧用于维护和改进，这些数字在2011年超过了20亿美元。我有信心在这些巨大的增量投资中，我们将获得合理的回报。智慧的监管和智慧的投资是同一枚硬币的两面。

在中美能源公司，我们参与了类似的“社会契约”活动。我们将会提供更多服务以满足我们客户未来增长的需求。同时，如果我们的运营可靠且有效，我相信我们会得到合理的投资回报。

中美能源公司向240万个美国客户提供电力供应，是爱荷华州、怀俄明州和犹他州最大的电力供应商；在其他的一些州，它也是重要的供应商；我们的管道提供全美8%的天然气。很明显，数以百万计的美国民众每天都需要我们。

中美能源公司向股东和客户都提供了杰出的回馈（伯克希尔持有89.8%的股份）。2002年，中美能源公司收购了北方天然气公司（Northern Natural Gas），后者作为一家天然气管道公司，当时被业内权威评级为倒数第一——一份报告显示，它处于同业43家公司中的第43名。在最近出版的一份报告中，北方天然气已经名列第二位。第一名是我们旗下的另一家管道公司——克恩河公司（Kern River）。

在电力行业，中美能源具有良好的可比记录。自从1999年，我们在爱荷华州进行收购以来，从来没有涨过价。同期，爱荷华州的其他大型电力公司提价超过70%，目前它们的电价远远高出我们。在一些大都市里，我们的电厂常常与其他的电厂比肩而立，但我们客户的电费远远低于我们的邻居。我被告知，如果其他电厂取代我们的位置，它们会卖更高的电价。

到2011年底，中美能源会产出2909兆瓦的风电，超过国内其他接受管制的任何电厂。中美能源公司投资或承诺投在风能上的资金总额达到令人震惊的54亿美元。之所以可以做到这样，是因为中美能源公司保留了全部盈利，不像其他公司将大多数盈利用于分红。

中美能源公司持续地保持着对社会提供低价供应，社会反过来也是投桃报李，几乎毫无例外，我们的监管者允许我们的每一笔新增投资资本均可以取得合理的回报。展望未来，我们会以当地所希望的方式去服务他们。反之，我们也相信，我们会被允许得到应得的投资回报。

我们明白在社会公众与我们的铁路业务之间存在一种社会契约，就像我们的公用事业一样。如果任何一方未能履行其职责，那么双方都会不可避免地遭受痛苦。因此，契约的双方应该愿意以能够鼓励对方良好行为的方式行动。不可想象，如果我们的国家没有第一流的电力和铁路系统，如何实现其巨大的经济潜力。我们将为了实现这个目标而扮演好自己的角色，做出应有的贡献。

[1] 2010年，随后一年的修订；2009年。

[2] Burlington Northern Santa Fe Railroad Corporation，伯灵顿北方圣达菲铁路公司。——译者注

[3] 1英里 = 1609.344米。

## E.由股东决策的公司捐赠方法<sup>[1]</sup>

近期的一个调查报告显示，50%的美国大型公司进行的匹配慈善捐款是由董事们做出的（有时匹配系数为3:1）。实际上，这些股东代表直接将善款捐给了他们喜欢的慈善机构，从不询问股东们的慈善偏好。（我很好奇，如果位置颠倒一下，股东们未经董事们的许可，而将他们口袋里的钱捐赠给自己喜欢的机构，那么董事们会做何感想？）

如果A拿着B的钱给C，而A又是立法者，这个过程应该叫作纳税。但当A是公司的高管或董事时，这叫作慈善。我们坚持认为，除了那些明显对公司有利的捐赠外，公司的慈善行为应该反映股东的偏好，而不是公司高管或董事的偏好。

1981年9月30日，伯克希尔收到了美国财政部发来的税务裁定。在大多数年份里，这项裁定应该可以为你们所选的慈善机构带来很大的益处。

伯克希尔的每一位股东，按照其持股的大小比例，都可以向公司提出指定的慈善捐款的接受者。你指定慈善机构，伯克希尔来写支票付款。我们的股东在做出指定捐款后，上述的税务裁定会免除股东们此项捐款所牵涉的个人所得税。

这样，我们的股东们可以行使一种特权，这种特权通常只有那些牢牢把控公司的股东才有权行使。在那些股权广泛分散的公司里，这种特权通常被公司高管所把持。

在股权广泛分散的公司里，公司管理层会安排所有的慈善捐款，不会让普通的小股东参与，通常会有两种情形：

（1）使公司直接受益的捐赠，其受益数量与捐赠数量大体相当。

（2）使公司间接受益的捐赠，其过程通过多种途径，难以衡量，反馈滞后。

无论在过去还是将来，我以及伯克希尔的管理层都会按第一种类型安排公司的慈善捐助活动。然而这类捐赠的总额相当低，而且在将来也可能保持相当低的水平，因为，很多捐赠无法显示出与伯克希尔大体相当的直接利益。

关于第二类的捐赠，伯克希尔几乎从来没有参与过，因为我不习惯于普通公司的通常做法，却又没有找到好的替代方法。令我感到困惑的是，普通公司给予捐赠的方法一般基于谁来申请，以及公司同行们的反应，而不是基于客观理性的评估。这一点可以说是，习惯战胜了理性。

这样做的一个后果是，用公司股东们的钱去满足公司管理层的慈善偏好，而这些管理层通常也会受到巨大社会压力的影响。此外，往往还存在一种额外的不协调，很多公司管理层谴责政府分配纳税人的钱财不恰当，但他们却热烈拥抱自己拥有分配股东钱财的权力。

关键词：直接受益或间接受益的捐赠

对于伯克希尔来说，有一种不同的模式看起来更合适。就像我不喜欢你从我的银行账户里开出一张支票，付给你选的慈善机构一样，我同样认为从你们（股东）的公司银行账户里开一张支票，付给我选择的慈善机构，同样是不合适的。你们的慈善偏好和我的偏好应该得到同样的尊重，以抵扣纳税方式而进行捐赠的资金多少，取决于公司层面，而不是我们个人的层面。

在这种情形下，我相信伯克希尔更像一家非上市公司，而不是一家大型公众公司。假想一下，如果你和我各自拥有一家公司的50%股份，我们慈善捐助的决策就简单多了。如果公司有可用于慈善的钱，应该首先捐给那些与公司运营相关的慈善事业。如果此外还有剩余，那么剩余的部分将依据我们各自的持股比例进行分割，按照我们各自的偏好进行捐助。如果公司有职业经理人，我们可以认真听取他们的建议，但是最终的决策权是我们的（也就是股东的）。所以，尽管伯克希尔目前是股份公司的形式，但我们的行为方式会像一家合伙公司那样。

尽管伯克希尔是一家大型的、持股广泛分散的上市公司，但我相信我们在心中将其当作一家合伙公司是可行的。我们得到的财政部的税务裁定也允许这种类似合伙公司的做法。

我很高兴，伯克希尔的捐赠能有股东主导。具有讽刺意味但可以理解的情况是，越来越多的公司配套捐赠政策由公司的雇员主导（而且，请你有心理准备，甚至很多配套捐赠由董事们指定），但据我所知，没有捐赠是按照股东意愿做出的。

我之所以说“可以理解”，因为很多大型公司的股票被一些机构持有，而这些机构只着眼于短期，缺乏长远的股东远景规划，它们拥有这些股票的方式就像通过一个“旋转门”一样，不停地进进出出。



我们公司的股东与其他公司不同。在每一个年末，超过98%的股票依然被年初的股东所持有。这种长期对于企业的支持反映出的是真正所有者的态度。作为你们的经理人，我要通过各种可行的方式感谢你们，这种指定捐赠政策就是一个例子。

我们推出的“由股东自己指定受赠人”的计划受到了非常热烈的欢迎。在有资格参与的932206股中（在我们的股东名册中是有真实姓名记录的），有95.6%的股份持有者做出了回应。即便在剔除了与巴菲特相关的股份之后，回应率依然高达90%。

此外，超过3%的股东自发地写来信件或便条，完全赞同这个计划。无论是在参与度上，还是在评论的反馈上，股东们的反应都是我们前所未见的，即便以前由公司员工和支付高薪聘请职业代理机构进行意见征求，也没有如此热烈的反应。此外，你们的超乎寻常的反应是在没有伯克希尔公司提供回邮信封的情况下发生的。这种自发的行为是对这项计划的赞扬，也是对于我们股东的赞扬。

很明显，我们公司的股东喜欢拥有和行使资金的决定权，决定其捐赠资金的去向。某些教授公司治理的学校会惊奇地发现，我们的股东中没有人，会将决定慈善捐助的表格委托给伯克希尔的高管代办，以期利用他们卓越的智商代做决定。没有哪一个股东建议他的那份捐助，被用于跟随公司董事们决定捐赠的慈善机构（这在很多大公司里，是一种流行的、广泛的、非公开宣扬的政策）。

总计有1783655美元由股东指定的捐赠被分派给675个慈善机构。此外，伯克希尔及其子公司还会根据各地情况，由公司管理层决定做出一些捐赠。

通常有些年份，大约十年中会有两三年，伯克希尔提供的捐助无法产生足够的税务抵扣额度，或许根本就没有。在这样的年度里，不会影响股东指定慈善捐赠计划。在其他的年度，我们会在10月10日左右通知股东每股可以指定捐赠的额度，与通知一起，会附上一份回复的表格，你们有三周的时间进行回复。

这个“指定捐赠”的主意，就像很多其他令我们受益的主意一样，是由伯克希尔的副董事长芒格孕育而成的。无论头衔如何，芒格和我作为合伙人一起管理所掌控的公司，我们如此痴迷于自己的工作，以至于到了有点儿“走火入魔”的地步。我们也很高兴有你们作为我们的财务合伙人。

除了伯克希尔股东的“指定捐赠”计划之外，公司管理层也进行捐赠，



包括商品，平均每年150万～250万美元。这些捐赠支持了当地的慈善机构，例如联合之路（United Way）慈善会，这些活动对公司也产生了相应的有益影响。

但是，无论是伯克希尔集团中各个子公司的管理层，还是母公司的高管，都不可以用公司的资金输送给各种政府计划，或与其个人有特殊利益的慈善机构，除非他们动用的是自己作为股东所获得的相应的“股东指定捐赠”计划的额度。如果你们的雇员，包括你们的CEO，希望给自己的母校或者其他什么个人眷恋的机构进行捐赠，我们认为他们应该用自己的钱，而不应该用股东的钱。

让我再多说一句，我们的计划非常易于管理。去年秋天，我们从国民保险公司借来一个人，帮助我们执行来自7500个登记股东的指令。我猜测平均下来，包括公司员工捐赠在内的公司捐赠计划的金额远远大于公司行政成本。的确，实际上，我们整个公司的管理费用还不到慈善捐助的金额的一半。（然而，芒格坚持让我告诉你们，在我们490万美元的行政管理费用中，有140万美元用于购买公司的喷气飞机，这架飞机的名字是“不可原谅号”。<sup>[2]</sup>

下面是股东指定捐赠计划中，捐赠去向的几个大类：

- （1）347个教堂和犹太教堂收到569笔；
- （2）238个学院和大学收到670笔；
- （3）244个K-12学校（包括2/3的非教会学校和1/3的教会学校）收到525笔；
- （4）288家专注于艺术、文化、人文科学的机构收到447笔；
- （5）180个宗教服务机构（平均分配给基督教和犹太教）收到411笔；
- （6）445个非教会社会服务机构（大约40%与青年有关）收到759笔；
- （7）153个医院收到261笔；
- （8）186个与健康有关的机构（美国心脏协会、美国癌症协会等）收到320笔。

上述清单中有三点尤其令我感兴趣。

第一，在某种程度上，它表明了自愿状态下，人们如何选择捐赠方向。

第二，上市公司的捐赠计划中，几乎从来没有向教堂或犹太教堂捐赠，但很明显，很多股东个人愿意支持这些机构。

第三，我们股东的捐赠显示出相互矛盾的人生哲学：130笔捐赠给了支持妇女堕胎的机构，而30笔给了不支持或反对妇女堕胎的机构（不包括教堂）。

去年，我告诉过你们，我正在考虑提升伯克希尔股东指定捐赠计划的额度，并征求你们的意见。我们收到了几封写得非常好的信，反对这个计划，反对的理由是我们的工作是运营公司，而不是迫使股东们进行捐赠。然而，大多数股东留意到了该项计划的税务效率，并敦促我们提升额度。几位已将股票留给他们的孩子或孙子们的股东告诉我，他们认为这是一项很好的计划，令年轻人可以趁早思考捐赠的话题。换言之，这些人意识到这不仅仅一种慈善方式，更是一种教育方式。1993年我们的确提升了额度底线，从每股8美元升到10美元。

2003年，我们不情愿地终止了“股东指定捐赠计划”，原因是妇女堕胎问题引发的争议。多年以来，关于这个问题，支持和反对的正反双方都有很多机构，我们股东中也各有自己的支持，并捐赠于不同的机构。结果，我们持续收到一些反对意见，反对支持流产合法化。他们中的一些人和机构甚至联合起来抵制我们旗下公司的产品。

伯克希尔旗下的宠厨（Pampered Chef）厨具公司采取加盟商经营模式，2003年该公司的很多独立加盟商开始感受到了这种联合抵制行为的影响。这种发展态势意味着，很多信任我们的人遭受了严重的收入损失。这些受损失的人，既不是我们的员工，也没有在伯克希尔的决策中发过言。

对于我们的股东而言，由伯克希尔公司做出捐赠比他们自己直接捐赠，会有更多一些的税务效应。此外，这个计划与我们的“合伙”方式相一致。但是，与对我们忠诚的加盟伙伴所造成的伤害相比，这些优势显得苍白无力，因为那些加盟商都是通过辛勤努力构建了他们自己的生意。的确，芒格和我认为，仅仅为了我们和其他股东得到一些可怜的税务效应，而伤害那些正直善良、努力工作的人们，实在没有仁慈可言。

现在，在伯克希尔的母公司层面已经不再做任何捐赠。我们旗下的各个公司延续着它们在并入伯克希尔之前的各项慈善政策，没有什么改变，

除非以前用公司的钱进行的个人捐赠行为，现在改为由他们自己掏钱。 [3]

[1] 1987年，1981年（1988年重印），1981年，1990～1993年，2003年。

[2] 以下选自1986年的信。我们去年购买了一架公司喷气飞机。你们所听到的关于这架飞机的话题都是真实的：它非常昂贵，而且考虑到我们很少去偏远不便的地方，这就更是奢侈了。这架飞机不仅仅运营成本高昂，就是放在那里看着也很贵。一架新的1500万美元的喷气飞机每年税前资本成本和折旧大约300万美元。我们花85万美元买的这架旧飞机，上述费用每年大约20万美元。即便认识到这些数字，不幸的是，你们的董事长在公司喷气飞机一事上，已经有了一些相当不节制的记录。相应地，在此次购买之前，我被迫使用伽利略（Galileo）模式。我迅速地经历了必要的“反启示”，现在有了专机，旅行比过去更为方便，也更为昂贵。从这架飞机身上，伯克希尔能否获得相应的物有所值的回报，这或许是一个仁者见仁、智者见智的话题，但是，我会为此而努力（无论这有多可疑）。我恐怕，如果本·富兰克林知道了我的数字，他会说：“做一个明理的人是多么便利，因为当他想做一件事的时候，总是能找到或创造出理由。”以下节选自1989年的信件：去年，我们出售了在1985年花了85万美元购买的公司喷气飞机，并花了670万美元买了另一架喷气飞机。看到这样的数据（注意到卡尔·萨根（Carl Sagan）关于阻止细菌指数级增长的风趣话题——参考后面的结束语部分），一些读者可能会惊慌失措。如果我们的净资产以目前的速率增长，同时，我们置换飞机的成本也以当前年化100%的速率增长，用不了多长时间，伯克希尔的所有净资产都会被喷气飞机所吞噬。芒格不喜欢我将喷气飞机与细菌进行类比，他感到这样做是贬低了细菌。他喜欢乘坐有空调的大巴旅行，而且是当车票打折的时候才上车。我本人对喷气飞机的态度可以用古代基督教哲学家圣·奥古斯丁（St. Augustine）的祷告（我相信这不是真的）来总结，当他考虑放下世俗的欢乐，成为一名牧师的时候，面对理智与情感，他恳请道：“帮助我吧，上帝，让我成为一个纯洁的人，但不是现在。”给喷气飞机命名也不是一件容易的事情。我开始时建议叫“查理·芒格号”，芒格反对，建议用“差错号”，最后，我们决定将其命名为“不可原谅号”。1998年的信中显示，巴菲特已经出售了这架喷气飞机。现在，他所有的出行都使用伯克希尔公司旗下的飞行公司提供的服务。

[3] 2002年之前的每一年，伯克希尔都会通告合格的股东指定捐赠计划的大约参与百分比、捐赠的金额以及参与者人数。参与百分比总是超过95%，并且经常会超过97%。捐赠的总数从1980年年初的一两百万美元稳步增长到2002年的1700万美元。同期，受捐赠的机构数目从最初的1000个以下扩大到3500个。从该计划开始到2002年终止，累计捐赠总额为1.97亿美元。

## F.公司高管的报酬原则<sup>[1]</sup>

当资本回报率平平的时候，一项“投的越多、赚的越多”的投资记录并不是什么了不起的管理成就，因为即便你是躺在摇椅里管理运营，也可以得到同样的结果。例如，将你的储蓄账户的本金增加到原来的四倍，那么，你所得的利息也会同比例增加到原来的四倍。你不会因为多赚三倍而获得赞美。然而，在CEO退休的通告中，通常会赞美他们在职期间将自己管理的小机械公司的盈利提高到原先的四倍，没有人测算这样的盈利增长是否仅仅来源于公司多年留存利润的增加，也没有人进行过复利的计算。

如果这个小机械公司在CEO主持期间获得了持续而超常的资本回报，或同期所动用的资本仅仅增加了一倍，那么这样的赞美是值得的。如果资本回报乏善可陈，所动用的资本数量与盈利的增长保持相同比例，这没有什么可值得鼓掌的。在一个银行储蓄账户中，如果利息不取出滚存为本金，它就可以年复一年地以同样的利率获得利息，即便以8%的利率，经过18年也能令本金规模增长到原先的四倍。

这种简单的数学常常被公司所忽视，以至于对股东造成伤害。很多公司的高管报酬计划仅仅慷慨地以盈利增长为考量指标，而这种增长在很大程度上，要归功于公司的留存利润，也就是截留本应属于股东的利润。例如，授予公司高管的为期十年，固定行使价格的股票期权，而这类公司的分红仅仅是盈利的一小部分。

可以用一个例子来演示在这种环境下形成的不公正。让我们假设，你账户里有10万美元存款，利率为8%，有一个受托人来“管理”这个账户，并且他有权力决定每年拿出利息（盈利）的多少比例付给你现金。利息中没有取出的部分作为“留存盈利”继续滚存在账户里作为本金，可以继续获得同样的利率。让我们假设你的受托人，以其超常的智慧，设定分给你的“派息率”为每年盈利的25%。

在这种假设情况下，你的账户数值在第十年年末，将达到179084美元。此外，在富有灵感的管理之下，你的每年盈利从最初的8000美元上升到13515美元。最终，你所得到的“分红”也会相应地提高，从第一年的2000美元稳步提高到第十年年底的3378美元。每一年，你的管理人公司会向你呈递年度报告，其中所有的图表都配有直刺天穹的线条，看起来非常棒。

现在，开个玩笑，让我们将这个情景再往前推进一下，就你的生意（例如，你的储蓄账户）给你的受托管理人一个十年期固定行使价格的期

权，以第一年的价值作为公允价值基础进行计算。有了这个期权，你的管理人每年可以获得可观的利润，他的利润提现为你的成本——来源于你留存的那大部分盈利。如果他还有一些马基雅维里的权谋和数学家的底子，一旦你的管理人大权在握、地位稳固，他还有可能削减派息率。

关键词：盈利增加可能并非管理层杰出

这个情景假设并不是你想象的那么牵强附会。很多公司的股票期权就是以这样的方式设立的。他们所取得的成就仅仅是因为留存利润的自然增长，而不是高效地运用了手中的资金。

对于股票期权的态度，公司管理层往往采取双重标准。抛开认股权证（它会给发行公司带来即刻和后续的补偿）不谈，在企业的世界里，没有什么东西值得公司将一个为期十年、固定行使价格的期权授予外人，我认为这是一个公平的观点。在现实中，为期十个月的期权已经是极限。在公司资本不断增加的情况下，授予管理层长期期权，这是一件极其不可思议的事情。任何想得到这种期权的外部人士，都应该为行权期间所增加的资本支付全额的补偿。

但是，公司管理层的这种对于外人的不情愿，在同样的情况发生在自己身上时，却换了一种想法。（与自己谈判很少会引发酒吧里的斗殴。）那些为自己及其同僚设计了为期十年、固定行使价格期权的管理层，第一，他们完全漠视了留存利润可以自行增值的事实；第二，他们漠视资本的成本。结果，这些管理层所获得的收益，就像在储蓄账户上设置的期权一样，而这些账户里的盈利本来就可以自动增值。

当然，股票期权常常是被授予那些天赋聪明、创造价值的管理层，并且有时给他们带来了相称的应有报偿。（的确，那些真正杰出的管理者所得到的，远远少于他们应该得到的。）但假如结果每个人都一样，那一定是个意外。一旦期权被授予，那么就与个人日后的工作表现不再相关，因为它是无条件、不可撤销的（只要这个人继续待在公司里），懒汉从期权中获得的可能与公司明星一样多。像小说中沉睡不醒的瑞普·凡·温克尔（Rip Van Winkle）一样，管理层如果准备瞌睡十年，恐怕就没有比这更好的“激励”机制了。

关键词：对于期权的双重态度

（我忍不住还要再评论一下给外部人士发放长期期权的问题。在克莱斯勒汽车公司遭遇危机的时候，由美国政府出面担保，公司获得了贷款。作为获得这种救命贷款的部分条件，克莱斯勒公司授予美国政府股票期



权。之后，当这些期权为政府带来可观收益时，克莱斯勒公司曾试图修改支付方式，辩称政府所得到的远远大于预期，而且与政府在克莱斯勒复苏的过程中所做出的贡献并不相称。公司对于代价和表现之间不平衡的苦恼成为国内的大新闻。这种苦恼可能是独一无二的，据我所知，无论任何地方，从来没有有什么高管因为自己或自己的同事，得到了未经授权的期权而感到苦恼。)

具有讽刺意味的是，期权在修辞学上常常被描述为值得拥有的理想东西，其理由是，从财务角度说，期权将管理层和股东（主人）放在了同一条船上。但在现实中，这完全是不同的船。没有哪个股东（主人）可以逃得掉资本的成本负担，但那些持有固定行使价格期权的人却可以没有资本成本。公司股东（主人）必须权衡公司上升的潜力和下跌的风险，而期权持有人没有下跌风险。实际上，你希望得到期权的公司，恰恰是你不想作为股东（主人）的那一个。（我会很高兴收到一个乐透彩票作为礼物，但我永远不会去买。）

在公司的分红政策中也是这样，一项政策可能是期权持有人的最佳利益选择，但却可能伤害股东利益。让我们回想一下前面的储蓄账户的例子，如果不分红，持有期权的受托人将会受益更多。反过来，账户的主人倾向于分红数量，这样他就能防止期权持有人从账户留存收益中再多分一杯羹。<sup>[2]</sup>

尽管期权存在缺点，在一些情况下，它还是有其合理性的。我所批评的只是不加分辨地滥用期权。在这些关系中，我想强调三点：

第一，股票期权理所应当与公司的整体表现相关。

从这个逻辑上讲，期权应该授予那些负整体责任的公司管理层。那些仅负有局部责任的管理人员所获得的报酬应与其所负责的部分相关。一个0.350的优秀击球手希望——也值得——因其上佳表现而得到丰厚的报偿，即便他所服务的球队整体水平不佳。而一个水平一般的0.150的击球手不应该得到任何奖励，即便他为一支获得大奖的球队打球。只有那些负起整体责任的人才应该得到与其结果相称的奖励报偿。

第二，期权的结构应该精心设计。

除了特殊因素外，期权的设计应该考虑公司留存利润和资本附带成本两个因素。同样重要的是，它们应当依据现实而定价。当一个公司的管理面对其他公司的收购报价时，可以准确地指出，相对于公司的真正价

值，这个报价是如何的不真实。但为什么，当他们自己公司卖给自己期权的时候，可以接受同样的压价行为呢？

关键词：我对期权的三点看法

（他们或许会走得更远，公司高管和董事们有时会参考税法以决定用最低价格，将公司的部分股份卖给内部人士。当他们这么做时，他们经常选择的是对公司最为不利的税务计划。）除了在极度特殊的情况下，股东（主人）不可能从低价出售部分公司权益<sup>[3]</sup>中获益，无论是卖给外部人士，还是卖给内部人士。一个显而易见的结论就是：期权应该以真实价值定价。

第三，我想强调的是，一些我非常敬佩的经理人——他们的管理运营记录远远好过我——不同意我对固定价格期权的看法。他们已经建立了公司文化，在那里，期权已经成为一种有用的工具。通过他们的领导力和榜样力量，以期权作为一种激励工具，这些经理人认为他们的同事也具备了股东（主人）的思维方式。

这种公司文化极为少见，当它存在的时候应该被保留，尽管其中的低效率和不公平可能会侵蚀期权计划。就像俗话说的“直到用破了再修理”总要好过“为了纯洁不惜任何代价”。<sup>[4]</sup>

举一个例子用以说明，为期十年的固定行使价格期权是如何侵蚀公司的。比如说弗莱德·徒劳先生是停滞公司的CEO，他收到了一大把期权，足以相当于1%的公司股权，符合他自身利益的路径非常清楚：他应该让公司所有盈利都不用于分红，并且回购股份。

让我们假设一下，在弗莱德的领导下，停滞公司过的日子就像它的名字一样停滞不前。在期权授予之后十年的每一年，该公司都以100亿美元的净资产盈利10亿美元，期初总股本为1亿股，每股净利润10美元。

弗莱德将全部盈利全部用来回购股份，不派发一分钱的股息。假如股价始终维持在十倍市盈率的水平，在期权期限的第十年年末，股价将上升158%。这是因为回购股份减少了股本总数，那时总股本已经降至3870万股，因此，每股盈利上升至25.80美元。

仅仅通过留存股东的利润、回购股份和减少总股本，弗莱德已经变得非常富有，他自己持股所占的比例越来越大，此时的身家达到1.58亿美元，尽管公司业务本身没有任何改变。更令人震惊的是，如果停滞公司在



这十年期间利润下滑20%的话，弗莱德依然可以获利超过1亿美元。

弗莱德可以不派息，可以利用公司留存利润发展令人失望的项目和收购，通过这样的手段，他也可以获取惊人的利益。即便这些项目只能提供微不足道的5%的回报，弗莱德依然可以大把获利。尤其，当停滞公司的PE（市盈率）维持在10倍的水平，弗莱德的期权将为其带来630万美元的财富。而与此同时，公司股东们想知道的是，当初授予期权时说好的“利益联盟”在哪里？

关键词：期权侵蚀公司的例子

一个“正常”的分红政策——例如，盈利的1/3用于分红——当然会减缓这种极端的结果，但是仍然会给那些毫无作为的管理层提供丰厚的回报。

CEO们深谙此道，并知道每派发一分钱的股息，就会降低他们手中期权的价值。然而，在要求批准固定价格期权计划的代理人资料中，我从来没有看到过这种管理层和股东之间的利益冲突。尽管这些CEO们总是在内部宣扬资本是有成本的，但在授予自己固定价格期权时，他们却忘了告诉股东，期权带给他们的资本是没有成本的。

公司留存利润会自动增值，创造新增价值，董事会在设计激励管理层的期权时，应该考虑到这个因素，这并不难，就像同儿童游戏一般容易。但是，令人吃惊、令人吃惊<sup>[5]</sup>的是，这种具有自动调整因素的期权从来没有发行过。的确，这种行使价格随留存利润进行调整的期权，对于那些报酬设计“专家”而言，好像外来生物一样陌生，但同样是这些专家，他们在设计对管理层有利的期权计划时可是百科全书啊。（谚语有言：“吃谁的面包，唱谁的歌。”）

对于一个CEO而言，被炒掉的那天是一个大赚特赚的日子。的确，在那一天中，为了清理出他的一张办公桌，他“赚”的钱比一个清理卫生间的美国工人一辈子赚得还多。忘掉老旧的“一事成功事事成功”的格言吧，今天，在商界最为风行的是“一事失败事事成功”。

然而，在伯克希尔，我们使用一种激励补偿机制，以回馈那些在其职责范围内达到经营目标的关键管理层。如果禧诗糖果（See's）干得不错，我们不会奖励新闻公司，反之亦然。我们也不会写奖金支票的时候，看看伯克希尔的股价表现如何。我们相信工作的优良表现应该得到奖励，无论伯克希尔的股价是升是跌，还是平盘。同理，我们认为平庸的工作表现不应该得到特别的奖励，即便我们公司的股价飙升。关于“工作表现”的定

义，我们也不会视同行业的经济情况而定：一些经理人享受着并非自己创造的顺风顺水，而另一些经理人正与不可避免的逆风搏斗。

伴随着这个激励机制的回馈可以非常巨大。在我们各种类型的企业中，顶尖的经理人可以获得的奖金数量是基本工资的五倍或者更多，所以，1986年可能是出现了一位奖金达到200万美元的管理者（我希望如此）。我们的奖金上不封顶，也不分等级。即便一个小单位的经理人，也有可能得到比大单位经理人更多的奖金，只要理所应当。此外，我们相信工作资历和年龄大小，应该作为激励补偿计划的影响因素（尽管有时这些会影响基本的报酬）。一个20岁可以打出0.300的优秀击球手，与一个40岁同样表现的击球手，对我们而言，具有同样的价值。

关键词：建立与业绩相匹配的奖励机制

很明显，所有伯克希尔的经理人可以用他们的奖金（包括其他资金，甚至可以借钱），到公开市场上购买伯克希尔的股票。他们中很多人已经这么做了，并且还买了相当多。通过愿意接受风险和承担直接购买的成本，这些经理人用实际行动表明他们与股东穿的是同一双鞋。

在伯克希尔，我们试图将报酬机制安排得像资产配置一样具有逻辑性。例如，我们会根据斯科特·费泽公司（Scott Fetzer）的业绩决定拉尔夫（Ralph）的报酬，而不是根据伯克希尔公司的业绩。因为他只是负责这个子公司的运营，与集团的其他部分无关。还有比这样的报酬计划更合理的吗？如果给他的报酬，无论是现金奖金还是伯克希尔的股票期权，这样的奖励会给拉尔夫完全的不确定性。例如，当他在思考如果带领斯科特·费泽公司进行完美的本垒打的时候，芒格和我在伯克希尔的集团层面犯了错误，使他的努力和时间付诸东流。反过来，如果伯克希尔其他公司都干得很不错，而斯科特·费泽公司拖了后腿，那么拉尔夫凭什么要分享他人的成功呢？

在设定报酬机制时，我们希望遵守诺言，给出丰厚的大胡萝卜式的奖励。但我们同时希望确定的是，这些报酬直接与一个经理人肩负的责任挂钩。如果在一个公司中投入资本巨大，当他们动用资金时，我们要收取利息成本；当他们释出资金时，我们以同样的利率计算贡献。

关键词：资本不免费

这种“资本不免费”的做法在斯科特·费泽公司是显而易见的。如果拉尔夫动用的增量资本回报良好，那么他的报酬也将是丰厚的。如果增量资本的回报超过一定的费用成本之后，他的奖金也将随之增加。但是，我们奖

金的计算是对称的：如果新增投资资本的回报低于标准，那么差价部分将记在拉尔夫头上，如同记在伯克希尔头上一样。这样双向安排的结果是，如果他有回报良好的投资项目，他将获得可观的报酬；如果资金留在子公司没有良好去向，就将其交由奥马哈总部安排。

在上市公司的层面，将几乎每一个报酬计划都描述为公司管理层与股东利益的联盟，这似乎已将成为流行。但是在我们的字典里，“联盟”意味着成为双向合伙人，即无论涨跌，而不仅仅是上涨的时候。很多所谓的报酬联盟计划无法成功通过这项测试，它们仅仅是抛硬币游戏中的“正面我赢，反面你输”的巧妙版本而已。

在安排股票期权时，会发生一个常见的错误，那就是期权的价格没有随着公司留存利润带来的价值增加而增高。的确，一个为期十年的期权、低派息率、复利增长，这些因素综合在一起可以给经理人带来巨大收益，即便他在工作中碌碌无为，随便扑腾，也能获益丰厚。对此愤愤不平的人或许会发现，当付给股东的越少，持有期权的经理人获得的就越多。我必须指出，这一矛盾，在恳请股东批准期权计划时的代理人文件中尤为显而易见。

我禁不住提一下，我们与拉尔夫安排报酬计划时只用了5分钟，在我们完成收购斯科特·费泽公司之后即刻生效，中间没有律师或薪酬顾问的“帮助”。这个计划包含了一些非常简单的概念——这些简单的术语都不是专家们所喜欢的，他们不会轻易发出一个大账单，除非他们证实你有了大问题（当然，这样的问题还需要年度复审）。

我们与拉尔夫的安排一直没有改变，这对于我们双方都感觉良好。在1986年设定计划的时候如此，现在也是如此。我们在集团其他子公司层面的报酬计划安排也简单类似，尽管一些术语会因为各个企业所在行业的不同而各具特点，以及有些公司的经理人拥有部分股权等情况而稍有变化。

在任何情况下，我们都追求理性。那些变幻不定的报酬方式，或者与管理层个人贡献无关的报酬方式，或许会受到一些公司高管的欢迎。毕竟，谁会拒绝免费的彩票呢？但这样的报酬安排对于公司而言是浪费，对于管理层而言，也令他们丧失了对于应该关心的事的专注。此外，母公司的非理性行为还可能引发子公司的模仿。

在伯克希尔，肩负整体责任的只有芒格和我。因此，从逻辑上讲，只有我们两个人应该是从集团母公司层面，作为伯克希尔整体业绩考量而获得报酬的当事人。即便可以如此，这也不是我们的愿望。我们已经认真设

计了我们的公司运作模式和我们的工作方式，以确保我们能与喜欢的人一起，做喜欢的事。

当然，同样重要的是，我们偶尔也会被迫做些无聊的、不喜欢的任务。每天有源源不断的丰富的物质和精神奖励涌向公司总部，我们都是受益者，在这田园诗般的氛围中工作，已经是我们平生最大的享受，我们不愿意让股东为那些不需要的报酬计划再增加负担。

实际上，即便芒格和我没有工资可拿，我们也会很高兴我们的工作。实质上，我们赞同罗纳德里根（Ronald Reagan）的话：“繁重的工作不可能压垮一个人，但我必须明白为何要抓住机会。”

1991年，我们进行了一次大规模的收购——收购了H.H.布朗鞋业公司（H.H.Brown Shoe Co.），它是北美最大的工作鞋和靴子的制造商，它拥有非同寻常的历史盈利纪录，无论从利润率还是资产回报率来看都是如此。制鞋业是一门艰难的生意，美国每年会购买数十亿双鞋子，大约85%是进口的，这个行业中的大部分企业很糟糕。厂家的各种款式和尺寸的鞋子库存积压严重，大量的资产处于应收账款状态。

H.H.布朗鞋业公司有一个突出的特点，它的报酬机制是我所遇见的最不寻常的一个，这种方法让我心动。很多高管的年薪为7800美元，外加公司利润扣除资本成本之后的数目。这样，这些经理人与股东穿的是同一双鞋子，处于同一立场上。相反，大部分管理层总是说一套做一套，他们会选择奖励多而处罚少的报酬方式（并且，他们对待资本的态度似乎是免费的一样）。布朗鞋业的这种安排，从各方面来看都不错，无论是对公司还是对管理层。这并不奇怪：渴望发挥才能的管理层通常是具有才能的管理层。

关键词：布朗鞋业报酬机制

CEO是如何失去控制的，这事并不难理解。当公司管理层雇用员工，或者公司与卖家进行谈判，谈判桌的两边，双方的利益权重是平等的。一方的获利就是另一方的损失，其中涉及的金钱利益具有现实的意义，这样的结果是一场真诚面对上帝（honest-to-God）的谈判。

但是，当CEO们（或他们的代表）与薪酬委员会开会的时候，常常会比谈判对方更加看重利益。例如，一个CEO会非常看重是收到10万股期权还是50万股期权作为纪念。对于另一方——薪酬委员会而言，这个不同似乎不那么重要，特别是在很多公司，无论哪一种期权授予方案，对于财务报告的盈利都看得出来有什么不同影响。在这种情况下，谈判经常就是一

种“玩钱”的性质。

在20世纪90年代，由于竞争激烈，CEO们得到最为贪婪的补偿方案，这种现象迅速地遍地开花，到处被复制。这种贪婪流行的传递通常是通过顾问和人力关系部门，他们非常明白谁在供养他们，正如一位薪酬顾问评价的那样：“有两类客户你是不会想要冒犯的：现实的和潜在的。”

近年来，薪酬委员会就像处于滑雪道高速大转弯处的小狗，乖乖跟着顾问们的推荐。他们不知道应该忠诚于股东，实际上，那些不露面的股东才是他们的衣食父母。（如果你无法分辨一些人的立场，通常他们就不是站在你这一边的人。）实际情况是，美国证监会要求每个委员会对于支付进行说明。但是，文件中的措辞通常是公司律师或其人力关系部门起草的官样文章。

这种昂贵的游戏应该停止了。董事不应该参与薪酬委员会，除非他们自己可以代表股东参与谈判。他们应该做出两方面的说明解释：如何考虑薪酬，以及如何衡量工作表现。此外，他们应该像对待自己的钱一样对待股东的钱。

19世纪90年代，工会领导人塞缪尔·甘波斯（Samuel Gompers）提出工会的目标就是要求“更多”！20世纪90年代，美国的CEO们也采用了他的战斗口号。结果是，CEO们经常积累了丰厚的财富，而同时，他们的股东们却经历了财务的不幸。

公司的董事们应该停止这样的抢劫行为。给那些工作表现杰出的管理层以丰厚奖励，这没有错。但是，如果没有杰出工作表现，那么，应该是董事们大声喊出“减少薪酬”的时候了。如果近年来膨胀的薪酬成为未来报酬的底线，这将是一场悲剧。薪酬委员会应该回到画板前，重新进行规划。

[1] 1985年，2005年，1985年，1994年，1991年，2003年，2002年。

[2] 参阅第4章第C节：分红政策与股份回购。

[3] 意指定价不合理的期权。——译者注

[4] 此语相当于中文语境中的“水至清则无鱼，水稍微浑一些总好过没有一条鱼”。——译者注

[5] “surprise”这个词巴菲特在原文中连用了两次。——译者注

## G.风险、声誉和失察<sup>[1]</sup>

芒格和我相信CEO不能转移风险控制责任。这简直太重要了。例如，在伯克希尔，我负责起草和监控每一个衍生品合约，除了少数几个与运营有关的合约，例如中美能源公司和再保险的一些小型的分保合约。如果伯克希尔遇到麻烦，这将是我的错，不能推诿于风控委员会或首席风险官。

以我的观点看，在大型的金融机构里，如果董事会不能坚持其CEO对风险控制负有全责，那么这样的董事会可以说是玩忽职守的。如果这个CEO未能胜任此项工作——由此引发需求政府的资金或担保介入其中——这样的财务后果对他以及他的董事会都应该说是严峻的。

我们国家一些最大的金融机构搞得一塌糊涂，这并不是股东造成的问题。然而，股东们却承担了损失，在很多失败的案例中，他们的持股损失了90%或更多，价值就这样被抹去。在过去的两年中，仅仅四个最大金融机构的惨败就令股东们损失了总共5000亿美元的财富。如果用“解围”一词形容这些股东们的处境，或许也是对“解围”一词的嘲讽。

然而，那些损失巨大的公司的CEO们却毫发无损。虽然他们的财富由于他们失察引发的灾难而受损，但他们依然过得不错。这些CEO和董事们的行为应该有所改变，如果其机构和国家由于他们的鲁莽而遭受损失，他们本身也同样应该付出巨大代价——不能由受他们损害的公司补偿，也不能由保险公司补偿。在很多例子中，CEO和董事们长期享受了超级胡萝卜的好处。现在，在如此糟糕的经济情况下，他们也应该在其职业生涯中尝尝大棒的滋味。

关键词：四大金融机构损失5000 亿美元

（2010年的年报包括了2010年7月26日写给伯克希尔经理人的信。）这是我在两年一度的信件中，再次强调伯克希尔的最高优先原则，那就是我们所有人都应该积极热烈地捍卫伯克希尔的名声。我们并非完美，但我们一直在努力。在超过25年的时间里，我一直在说：“我们可以承受金钱的损失，甚至损失大笔金钱，但我们无法承受名誉的损失，甚至一丝一毫也不可以。”我们必须继续衡量每一个行为，不仅仅是这些行为是否合法，还要考虑到如果这些行为被一个不友好却聪明的记者撰写，并刊出在国家报纸的头版上，我们是否还能愉快面对。

有时候，你的同伴们或许会说：“每个人都在这么干。”如果这个说法



是为一个商业行为辩解的话，这条原则几乎一定是有问题的。当去评估一个道德决策时，这是完全不能接受的。无论任何时候，当一些人使用这句话作为“原则”时，实际上，他们是想不出合适的理由。如果有人给出这样的辩解，让他们把这句话说给记者或法官听，看看会发生什么。

如果你看到任何人的规矩或合法性引起你的担忧，请给我打电话。然而，如果一个特定的行动引发了这样的担忧，这可能已经迫近底线，应该放弃。有很多钱是诉诸法院，通过打官司赚的。如果对于是否迫近底线心存疑虑，就假设这钱不是属于你的，忘了它吧。

关键词：名誉胜过金钱

作为一个推论，如果有任何重大的坏消息，请立刻告诉我，我可以处理坏消息，但我不喜欢在它蔓延之后再与之打交道。由于不情愿迅速直面坏消息，所罗门证券公司的问题本来可以轻易解决，后来却不断恶化，几乎导致了一个拥有8000 名员工的公司消亡。

今天，伯克希尔一些人的行为，如果我们知道的话，也会令你我不愉快。这是不可避免的：我们现在拥有超过25 万名员工，这么多的人每天不出任何差错的机会是零。但是，在哪怕最为细微的不好的气息出现时，我们都可以立即采取行动，利用巨大的影响力，将大事化小，小事化了，将问题消灭在萌芽状态。你通过行为和语言所表露出来的对于这些事情的态度，将会是你企业文化形成的最重要因素。是文化，而不是文件，更能决定一个企业的行为。

在其他方面，无论多少，告诉我你的愿望。你们中的每一个人在以自己的个人风格管理公司时都是第一流的人才，你们不需要我的帮助。你们需要从我这里了解的事情，只是退休后的待遇和非常的资本支出或收购。

审计委员会没有能力胜任稽核任务，只有公司外部的审计师能决定管理层披露的盈利数据是否值得信赖。那些忽视现实，只知道关注审计委员会的架构和章程的改革将一事无成。审计委员会的关键工作很简单，就是让审计师披露他们所知道的。

为了完成这个工作，审计委员会必须清楚，审计师应该担心的是误导性的数字，而非担心冒犯管理层。近些年来，审计师并没有搞清这一点。他们通常视CEO为客户，而不是股东或董事，这是日复一日的工作关系导致的结果。而且审计师们明白，无论文件怎么说，是CEO和CFO付他们费用，并且决定他们是否留下继续审计工作和其他工作。



最近生效的新规定（要求委员会成员必须有财务专家）并未使这个现象得到根本改观。能够打破这种舒适关系的做法是，审计委员会应该明确地向审计师指出，让他们明白，如果他们不如实披露所知道的或所质疑的情况，将被处以巨额罚金。

依我的意见，审计委员会可以通过询问审计师四个问题达到这个目标，对于这些问题的回答将被记录在案，并呈报给股东。这四个问题是：

（1）如果审计师是准备公司财务报表的唯一负责人，那么他们的做法会不会与为目前管理层准备的报表有所不同？这个问题涵盖了重要和不重要的方面，必须答复。如果审计师有不同的处理方案，那么，管理层和审计师都必须做出信息披露。审计委员会应该对事实进行评估。

（2）如果审计师是投资者，那么他是否收到过什么重要信息，帮助他了解在报告期内的公司财务表现？

（3）如果审计师本人是CEO，公司是否遵循了本应遵守的内部审计流程？如果没有，有何不同？为什么？

（4）审计师有没有观察到任何行为——会计方面的或运营方面的——达到将营业收入或成本从一个报告期转移到另一个报告期的目的和影响。

如果审计委员会能提出这些问题，那么它的组织结构（这是大部分改革计划关注的重点）倒是次要的。此外，这样的流程会节省时间和成本。当审计师身在其位的时候，他们会尽其职责。如果他们不是这样……呵呵，我们走着瞧。

我们提出的这四个问题，其主要目的是起到预防作用。一旦审计师们知道，审计委员会要求他们为公司管理层的行为背书，而不是默默姑息时，他们会在这个过程一开始就拒绝做坏事，这样可以防患于未然，防止假账的发生。对于牢狱之灾的畏惧将会发生作用。

[1] 2009年，2010年附录，2002年。

## 第2章 财务与投资

1973年年中，我们以每股不到企业价值1/4的价格买下了我们在《华盛顿邮报》（WPC）的持股。计算价格/价值的比率并不要求具有非凡的洞察力，大多数证券分析师、媒体经纪人、媒体行政管理人员本应该与我们一样，可以估计到《华盛顿邮报》的内在价值介于4亿到5亿美元之间，而且每个人都能在市场上看到，它当时在股市上的市值仅有1亿美元，价格明显低于价值。我们的优势是我们的态度，我们从格雷厄姆那里学到，成功投资的关键是，在好公司的市场价格远远低于其价值时出手。

另一方面，在20世纪70年代早期，大多数机构投资者在决定交易价格时，认为企业价值与价格的关系不大。现在看来，这简直是难以置信。然而，这些机构都中了名牌商学院的学术魔法，他们鼓吹一种新型时尚的理论，认为股票市场是完全有效的，因此，企业的价值计算——甚至计算本身，在投资活动中无足轻重。（我们非常感激这些学者，在一场理智的竞赛中——无论是打牌、下棋还是选股，如果你的对手被教育说“思考纯属浪费精力”，还有什么比这能使你更具优势呢？<sup>[1]</sup>

[1] 1985年信件引文。

## A. 市场先生<sup>[1]</sup>

每当芒格和我为伯克希尔保险公司购买普通股的时候（套利行为留待下一节讨论），我们遵循的交易方法与我们收购未上市公司是一样的。我们着眼于公司的经济前景，负责管理的人，我们支付的价格。我们心中没有想过什么时间和以什么价格去出售。的确，我们愿意无限期地持有一只股票，只要我们预期公司能以令人满意的速度提升内在价值。当投资的时候，我们将自己视为企业分析师——而不是市场分析师，不是宏观经济分析师，甚至不是证券分析师。

我们的方法在交易活跃的市场相当管用，因为它会周期性地给我们提供令人垂涎三尺的机会。股市是否存在并不重要，我们持有的股票如果长期停止交易，就像我们持有的世界百科全书公司（World Book）和范奇海默公司（Fechheimer），即便没有股票报价，也不会令我们感到不安。最终，我们的命运将取决于我们所持有的公司的命运，无论我们持有的是部分还是全部股份。

我的朋友和老师本·格雷厄姆很久以前就描述过市场波动的心理状态，我认为对于投资成功很有教导意义。他说你应该将市场报价想象为一个名叫“市场先生”的人，他是你的私人公司<sup>[2]</sup>的合伙人，是一个乐于助人的热心人。他每天都来给你一个报价，从不落空。在这个价格上，他既可以买你手中持有的股份，你也可以买他手中的股份。

即便你们俩拥有的这家公司运营良好，市场先生的报价也不一定稳定，悲观地说，这个可怜的家伙有着无法治愈的精神病症。在他感觉愉快的时候，只会看到企业的有利影响因素。在这种心情中，他会报出很高的买卖价格，因为他怕你抢夺他的利益，掠走他近在眼前的利润。在他情绪低落的时候，他只会看到企业和世界的负面因素。在这种悲观心情中，他会报一个很低的价格，因为他害怕你会将你的股权甩给他。

市场先生还有一个可爱的特点：他不介意被忽视。如果你今天对他的报价不感兴趣，他明天还会给你带来一个新报价。是否交易，完全由你抉择。在这种情况下，他的行为越是狂躁抑郁，越是对你有利。

但是，就像参加舞会的灰姑娘一样，你必须留意午夜钟声的示警，否则，一切都会变回南瓜和老鼠。市场先生在那里服务于你，而不是指导你。你会发现他的钱袋更有用，而不是智慧。如果他哪天出现了特别愚蠢

的情绪，你的选择是，可以视而不见，也可以利用这样的机会。但是，如果你受到他情绪的影响，将会是一场灾难。的确，如果你不懂得你的公司，不能比市场先生更准确地评估你的公司，你就不要参与这场游戏。就像人们打牌时说的：“如果玩了30分钟，你还不知道谁是倒霉蛋，有可能就是你。”

格雷厄姆创造的这个市场先生寓言，在如今的投资世界看来似乎已经过时，今天很多专家、学者谈论的是有效市场、动态对冲套利、贝塔等等。他们对于这些东西兴趣盎然是可以理解的，因为，很显然，被神秘笼罩的技巧对于投资建议的传播者是有价值的。

毕竟，如果一个巫医只是对病人简单建议“回去吃两片阿司匹林就会好的”，这样的话，他如何获得名声和财富呢？

对于投资建议的客户而言，市场秘籍的价值完全是不同的故事。在我看来，投资成功不可能是神秘公式、电脑程序或股票及市场价格变动引起的闪烁信号的产物。一个投资者如果想成功，必须将两种能力结合在一起，一是判断优秀企业的能力，一是将自己的思维和行为与市场中弥漫的极易传染的情绪隔离开来的能力。在我自己保持这种隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆有关市场先生的概念放在心中，非常有用。

遵循格雷厄姆的教诲，芒格和我希望我们持有的可流通的股票，用它们的企业运营结果，而不是它们每天的价格，甚至也不是每年的价格告诉我们，这些投资是否成功。市场或许会有一段时间对于企业的实际运营成果视而不见，但最终将会肯定它。正如格雷厄姆所言：“短期而言，市场是一台投票机；但长期而言，市场是一台称重机。”企业成功被市场确认的速度并不重要，只要公司能以令人满意的速度提升内在价值。实际上，被认可的滞后性也有一个好处：它会给我们以便宜的价格购买更多股票的机会。

当然，有时候，市场会高估一个公司，在这种情况下，我们会卖出我们的持股。甚至也有时候，我们会以平价或低于价值的价格卖出一些持有的股票，因为，我们需要资金抓住低估更多的投资机会，或买入我们认为更为了解的股票。

然而，需要强调的是，我们不会因为股票的价格上升而卖掉它们，或因为持有太久而卖掉。（华尔街格言中，有一条最愚蠢的格言是：“只要能赚钱，就不会破产。”）我们非常愿意持有任何股票，持有的期限是永远，只要公司的资产回报前景令人满意，管理层能力优秀且为人诚实，以及市

场没有高估。

但是，我们的保险公司拥有的三只可流通的普通股股票，即便在股价过于高估的状态下，我们也不会出售。实际上，我们将这些股票投资视为与我们成功控制的公司一样，是伯克希尔永远的一部分，而不是一旦市场先生给我们开出一个足够高的价格，就可以出售的商品。对此，我将加上一个限定条件，这些股票由我们的保险公司持有，如果在绝对必要的情况下，我们会卖出部分，以弥补异常发生的时保险损失。然而，我们打算做好管理工作，以避免发生这样的抛售行为。

芒格和我共同做出“买入并持有”的决定，很明显，这里面有个人和财务因素的综合考虑。在一些人看来，我们的立场似乎很古怪。（芒格和我一直推崇广告大师大卫·奥格威的观点：“在你年轻的时候尽情发挥你的特异风格，这样，当你年老的时候，人们才不会认为你疯疯癫癫。”）当然，近年来，在交易频繁的华尔街，我们的态度被认为很怪异。在那个圈子里，公司和股票只不过被看作交易的原材料而已。

关键词：永久持有股票的三个理由

然而，我们的态度是，选择适合我们的个性以及我们想要的方式度过一生。英国前首相丘吉尔曾说：“你塑造你的房子，然后，房子塑造你。”我们知道何种方式是我们所希望被塑造的。为了这个原因，我们宁愿与我们喜欢与尊重的人合作，获得100%的回报，也不愿意与那些无趣或不喜歡的人合作，获得110%的回报。

一个小测验：如果你计划终身吃汉堡包，自己又不生产牛肉，那么你希望牛肉的价格更高还是更低？同样，如果你时不时需要买车，自己又不是汽车生产商，你希望车的价格更高还是更低？很显然，这些问题的答案不言自明。

现在，进入最终的测验：如果未来的五年，你预期成为一个“净储蓄者”<sup>[3]</sup>，你希望股市在这段期间是高还是低？很多投资者在这个问题上犯了错。即便他们在未来的很多年都是股票的净买家，但股价上升的时候，他们会兴高采烈；股价下跌的时候，他们会垂头丧气。实际上，他们为即将购买的“汉堡包”的价格上涨而高兴。这种反应令人匪夷所思。只有那些打算近期卖出股票的人，才应该看到股价上涨而高兴，未来的潜在买家应该更喜欢股价的下跌才对。

关键词：买家应该更喜欢股价的下跌

对于那些没有打算卖出伯克希尔股票的股东而言，选择更为明确。首先，我们的股东们都在自动储蓄，即他们将自己挣的每一分钱都花掉，因为伯克希尔通过留存利润的方式，在替他们“储蓄”，用这些没有分配的资金购买更多的企业和证券。很清楚，我们买的越便宜，股东的这个间接储蓄计划就越赚钱。

此外，通过伯克希尔的投资，你们在那些一直在回购的公司中拥有了重要的位置。这些回购带给我们的益处随着股价的下跌而上升，当股价低迷时，用于回购的同等数量的资金，比之股价高昂时，可以回购更多股份，提升我们在公司内的所有权比例。例如，我们在可口可乐、《华盛顿邮报》、富国银行等公司股价非常低迷时进行的回购，与今天股价高昂时候的回购相比，令伯克希尔获益更多。

因为，在每年的年末，几乎所有伯克希尔股票的持有人与年初无异，伯克希尔的股东们是“储蓄者”。因此，他们应该为股市下跌而高兴，这样可以让我们的投资者更好地运用资金。

所以，当你读到类似“投资者因股市大跌而亏损”的新闻头条时，应该感到高兴。你们应该在心里将其重新编辑为：“撤资者因股市大跌而亏损，但投资者在获益。”记者们常常会忘记这条常识：每一个买家都对应着一个卖家，一个人受到的伤害往往成就另一个人。（就像在高尔夫球赛中，人们常说的“每一次进洞都令一些人高兴”。）

20世纪70年代和80年代，我们从低价投资于很多股票和企业中获利甚丰。那时的市场，对短期炒家持有敌意，而对长期投资者却很友好。近些年来，我们在过去数十年中采取的行为被证实有效，但我们发现的新机会不多。作为扮演公司“储蓄者”的角色，伯克希尔会继续寻找合理使用资本的方式，但在我们发现令人真正兴奋的机会之前，可能需要一些时间。

[1] 1987年，1997年。

[2] 即非上市公司。——译者注

[3] 意指净买家。——译者注



## B.套利<sup>[1]</sup>

我们集团旗下的保险子公司有时会参与套利活动，作为手中短期现金等价物的替代方式（既保持很高流动性，又能获得一定的收益）。当然，我们的偏好是长期投资，但经常会遇到“现金多过好主意”的情况。这个时候，套利能提供比国债高得多的回报。除此之外，同样重要的是，这样做可以令我们面对放松长期投资标准的诱惑时冷静下来。（每当我们谈论完套利后，芒格常会总结道：“OK，至少，它让你离开了酒吧。”）

1988年，我们从套利活动中获利巨大，无论是以绝对额还是以回报率来衡量。我们平均投资金额为1.47亿美元，税前获利0.78亿美元。

这样的活动成绩值得进行一些套利细节的讨论，而且我们的方法是合适的。套利（arbitrage）这个词，曾经仅仅用于证券或外汇，指在两个不同市场上同时买卖的行为，目的是为抓住不同市场间的微小差价。例如荷兰皇家石油公司的股票，以荷兰盾计价在阿姆斯特丹交易，以英镑计价在伦敦交易，以美元计价在纽约交易。在不同市场间，经过汇率的折算，股价并非完全相等。有些人会在不同市场间倒手，意图赚取差价。你不必感到惊讶，从业者为此选了一个法语词汇：套利。

自第一次世界大战以来，套利的定义——或者，现在称之为“风险套利”——已经扩展了很多，包括从一个宣布的公司事件中追逐利润，例如公司出售、合并、重组、改制、清算、自我收购等。在很多情况下，套利所期待的利润与股市行为无关，其面临的主要风险是宣布的事件没有发生。

在套利界，偶尔会出现一些超乎寻常的机会。在我24岁时，曾经参与了一次这样的事情。当时我在纽约为格雷厄姆·纽曼公司工作。位于纽约布鲁克林地区的巧克力生产商洛克伍德公司（Rockwood & Co.）的盈利能力很有限，1941年，这家公司对于库存计价采用的是LIFO（后进先出）的会计方法。那时，可可的市价是每磅5美分。到了1954年，可可的暂时短缺引起价格飙升，超过每磅60美分。因此，洛克伍德公司打算在价格回落之前，迅速地抛售它那些值钱的库存。但是，如果仅仅是直接出售可可，公司为此缴纳的税款接近收益的50%。

这时，1954年税法成了大救星。它有一条不可思议的条款，该条款规定，如果将库存分配给股东，作为减少公司经营范围计划的一部分，那么由LIFO会计方法所导致的利润可以豁免税务。洛克伍德公司因此决定终结公司的一项业务——销售可可奶油，并发布消息，有1300万磅的库存可



可豆可供股东分配。与此同时，公司用它不再需要的可可豆，以80磅换1股的价格，回购公司股份。

关键词：买股票、卖豆子的赚钱往事

在接下来的几个星期里，我整天忙着买股票、卖豆子，并时常跑去施罗德信托公司（Schroeder Trust）将公司股票证书换成仓库单据。利润非常可观，而我的成本仅仅是几张地铁车票而已。

洛克伍德公司的这次公司重组的设计师是当时默默无闻，但才能杰出的芝加哥人杰伊·普利兹克（Jay Pritzker），他当时只有32岁。如果你熟悉杰伊之后的记录，便不会感到惊讶。听说这项行动给洛克伍德的后续股东带来的成果也不错。在宣布报价前后的短短时间里，洛克伍德公司的股价从15美元飙升至100美元，尽管公司有着巨大的经营损失。有时候，在股票估值中，有比PE（市盈率）更有价值的东西。

近些年来，大多数套利行为涉及到公司的收购接管，有友好的，也有敌意的。随着反垄断挑战几乎不存在，以及出价越来越高，并购热潮愈加繁荣蔓延，套利行为极为昌盛。他们不需要具有特别的天赋就能干得很好，窍门只不过就像演员彼得·塞勒（Peter Sellers）在电影中所说的：“恰逢其时”。<sup>[2]</sup>在华尔街，有条不断重复的古老谚语：“授人以鱼，只能养活他一天；教他如何套利，能养活他一辈子。”（然而，如果他是在伊万·博伊斯基<sup>[3]</sup>的套利学校学习，最后可能养活他的是州监狱的牢饭了。）

在评估套利条件时，你必须回答四个问题：

（1）承诺的事情发生的概率有多大？

（2）你用于套利的资金能挺多长时间？

（3）出现更好事情的可能性有多大？例如，有人提出更具竞争力的收购报价。

（4）如果一些预期中的事情没有发生，会怎么样？这些事情包括反垄断、财务差错等等。

阿克塔公司（Arcata Corp.）是我们偶然经历的套利机会，这个案例证明了这种业务的曲折性。1981年9月28日，阿克塔公司的董事原则上同意将公司出售给KKR公司。KKR在当时以及现在都是一家大型的长于杠杆收购的企业。

阿克塔公司主营印刷和森林木材生产业务。此外还有一件事情：1978年美国政府买下阿克塔公司的17000英亩<sup>[4]</sup>林场，主要是树龄长久的红杉树，以拓展红杉树国家公园。美国政府以分期付款的方式，为这个林场共支付了0.979亿美元，但阿克塔公司辩称这笔钱可能不够。当事双方就从资产转移开始到最后一期付款之间的利率问题，也没有达成一致。法律规定使用6%的单利，但阿克塔公司要求更高的利率，以及使用复利计算。

购买一家具有高投机性，牵涉大规模赔偿诉讼的公司，引发了谈判问题——诉讼对公司有利还是不利？为了解决这个问题，KKR向阿克塔公司提出的买价是37.50美元/股，外加政府支付红杉树林地价格额外金额的2/3。

评估这个套利机会，我们必须问自己，KKR能否完成此项交易。因为在其他因素中，KKR的报价是以获得“满意资金”为条件的。这类条款一般而言，对于卖具有危险性，因为它为一个求婚者在求婚到结婚之间，提供了一个易于退出的出口。然而，我们并不特别担心这种可能，因为KKR过去的记录显示它总能干得很漂亮。

我们也还要问自己，如果KKR的交易的确失败了，事情会怎样？考虑之后，我们仍然感到这不是问题，因为阿克塔公司的高管和董事寻找买家已经不是一天两天的事了，可以很肯定，他们的确是要出售公司。如果KKR离开，阿克塔会找到另一个买家，当然，出价或许会低些。

最后，我们必须问一下自己，那块红杉林土地索赔价值几何。你们的董事长<sup>[5]</sup>虽然分不清榆树和橡树的区别，但在这个问题上还是很清楚的：他能冷静地估计出索赔的价值在零到全部之间。

9月30日，在33.50美元左右，我们开始买入阿克塔公司的股票。在八周时间里，我们买了40万股，或说是相当于公司5%的总股本。最早宣布的新闻说，收购价37.00美元/股，于1982年1月付清。于是，如果一切都顺利的话，我们将会获得大约年化40%的回报，这还不包括处于冻结状态的红杉林索赔金额。

关键词：套利的四个问题及一个真实案例

但一切并不都尽如人意。到了12月，整个案子的结束期限稍微向后推延了一些。尽管如此，将在次年1月4日签署最终的合同。受到这个消息的鼓舞，我们提高了持股，大约以38.00美元买入更多，直至持有65万股，或超过公司总股本的7%。尽管结案时间被推迟，我们愿意全部付清，这反映了我们对红杉林索赔事件秉持“全体”的判断倾向，而不是“零”。

到了2月25日，贷款人以财务术语说，“考虑到房屋行业的严重衰退，及其对于阿克塔公司前景的影响”，他们正“再次审视”本次交易。股东大会再次推迟到4月份。阿克塔公司的发言人说，他“不认为此次收购的命运陷于困境”。当套利者听到这样的再次保证时，他们的心中闪现出一句老话：“他在撒谎，就像一个贬值前夕的财政部长。”

3月12日，KKR说它的最初方案作废，将其出价削减至33.50美元，两天之后，又提升至35.00美元。然而，3月15日，阿克塔公司董事拒绝了这个报价，转而接受了另一家公司的报价：37.50美元加一半将来额外所得的红杉林索赔。股东们接受了这笔交易，并于6月4日收到了37.50美元。

相比我们2290万美元的成本，我们共收到了2460万美元，平均持股期限为6个月。考虑到这项交易遇到的麻烦，我们15%的年化回报率——还不包括红杉林的索赔价值——令人喜出望外。

但是好戏还在后面。主审法官指定了两个委员会，一个负责评估红杉林的价值，一个负责评估利率问题。1987年1月，第一个委员会认定红杉林价值2.757亿美元，第二个委员会推荐的利率是复利、混合的利率，约为14%。

1987年8月，法官支持了这个结论，这意味着阿克塔公司大约净得6亿美元。政府随后进行了上诉。1988年，在聆听政府的上诉之前，索赔款项已经以5.19亿美元了结。我们因此获得了29.48美元/股的额外收益，总数大约1930万美元。我们还将在1989年获得另外的80万美元。

伯克希尔进行的套利活动与很多其他套利者不同。首先，我们每年参与的套利活动很少，但通常规模很大。业内很多其他参与者，通常进行次数很多，也许有50次，甚至更多。如果需要同时做很多事情，就像同时将很多烙铁放在火中，人们就必须花大量的时间，既要监控交易的过程，又要监控市场股价的波动。这不是芒格和我所想的生活模式。（如果只是为了赚钱而整天盯着股票行情，这种生活有什么意义可言？）

由于我们多元化投资非常有限，一个特别赚钱或不赚钱的套利交易，对我们年度业绩的影响将远远超过对于一般套利者的影响。截至目前，伯克希尔还没有遇见过真正糟糕的经历，但是终将遇到，如果这样的事情发生，我们会将悲惨的细节报告给你。

我们与其他套利交易者的另一个不同之处在于，我们只根据公开的信息进行交易，不会根据谣言进行买卖，也不会试图猜测谁是接管的下家。我们只是阅读新闻报纸，思考少数几个大的主意，根据我们自己感觉的概

率行事。

年底时，我们的主要套利仓位只是持有RJR·纳贝斯克公司的3342000股，成本为281.80美元/股，市值为3.045亿美元。1月份，我们增持到了大约400万股，2月份，全部清仓。当我们将持股出价给收购RJR·纳贝斯克的KKR时，KKR接受了大约300万股。余下的股份，在股市上被迅速沽清。我们的税前利润是6400万美元，好于预期。

早些时候，另一张熟悉的面孔出现在RJR的投标集团里——杰伊·普利兹克，他是第一波士顿集团的成员，该集团的报价以税务考虑为导向。引用棒球界名人尤吉·贝拉（Yogi Berra）的话说：“似曾相识，好似昨日重现。”

在很多时候，我们本可以收购RJR公司，但我们的购股行为受到制约，因为所罗门公司参与了报价集团。通常，由于芒格和我都是所罗门的董事，反而被与这些关于收购兼并的消息隔绝开来。我们曾说过：这些消息对我们并无益处，实际上，反而约束了伯克希尔的套利活动。

然而，在收购RJR的交易中，所罗门公司建议所有董事都可以获得全部信息并参与其间。因此，伯克希尔购买RJR的行为进行了两次：第一次是在紧随管理层宣布收购计划之后，在所罗门参与之前。第二次相当晚，在RJR董事会决定接受KKR的方案之后。因为，我们不可在其他时间买入该股，所以，我们的董事身份（非但没有额外好处，反而）大幅增加了伯克希尔的成本。

考虑到1988年伯克希尔的优良业绩，你们可能会期盼我们在1989年从事更多的套利活动。但是，我们希望冷眼旁观，置身事外。

一个令人高兴的原因是，我们手中持有的现金下降，因为我们打算长期持有的股票仓位大幅上升。经常阅读我们报告的读者应该明白，我们的努力并非是为了预测股市短期走势，而是反映了我们对于某些特定公司长期前景的看法。从现在到未来一年的时间，对于股市、利率或商业活动会如何变化，我们不会，过去不会、未来也不会发表任何评论。

即便我们有大量现金在手，在1989年也几乎不会进行套利交易。由套利活动引发的公司收购接管活动有些过于泛滥。就像电影中，多萝西对她的小狗说：“图图，我感觉我们再也回不去堪萨斯了。”

我们不知道这种过剩的情况会持续多久，也不知道政府、贷款人、买家的态度会如何变化。但是，我们知道，别人处理他们的事情越不谨慎，

我们处理自己的事情就要越谨慎。我们不愿意看到，套利交易反映的是贷款和买家双方放纵的乐观主义，以我们的观点而言，这常常是不需要的。我们在投资中，将牢记经济学家赫伯·斯坦（Herb Stein）的智慧：“如果一些事情注定不能长久，那么终将会覆灭。”

关键词：只在胜券在握时才出手

去年，我们告诉过你们，我们几乎不期待在1989年进行套利活动，结果也的确如此。套利仓位本来是安排短期现金等价物的一个替代方式，在过去一段时期，我们持有的现金处于较低水平。在另一些时候，虽然持有较大规模的现金仓位，我们也没有参与套利活动。主要原因是，我们认为交易对我们而言没有经济上的意义，这种套利交易接近于玩“谁是更傻的傻瓜”的游戏。正如华尔街人士雷·迪福（Ray DeVoe）所说的那样：“天使都害怕交易的地方，傻瓜却蜂拥而入。”我们仍将会时不时地参与套利活动，有时规模还会很大，但仅仅在我们认为胜券在握的时候才会出手。

[1] 1988年，1989年。

[2] 也就是“风口上的猪”。——译者注

[3] 伊万·博伊斯基（Ivan Boesky），美国金融家、大投机家，以垃圾债券、套利闻名业界，后涉嫌内幕交易，被证明有罪。1986年，被判史无前例的1亿美元罚款，监禁三年半，以及终生禁止从事证券业。——译者注

[4] 1英亩 = 4046.856平方米（1亩 = 666.7平方米）。

[5] 意指巴菲特本人。——译者注

## C.戳穿标准教条<sup>[1]</sup>

之前有关套利的讨论中，稍微涉及到了看似相关的“市场有效理论”（efficient market theory，EMT）。20世纪70年代，这种教条在学术圈子里十分流行，实际上几乎被奉为“圣经”。从本质上而言，这种理论认为，股票分析毫无用处，因为所有的与股票相关的公开信息，都已经相应地反映在股价中。换言之，市场总是无所不知。由是推之，传授市场有效理论的教授会说，一个人往股票清单上随意扔飞镖选出的股票组合，完全可以与一个最聪明、最努力的证券分析师选出的股票组合的表现相媲美。令人惊讶的是，接受市场有效理论的不仅有学者，还有很多投资专家和公司管理层。他们能正确地观察到市场运行“通常”是有效的，却不正确地得出市场“总是”有效的结论。这些观点的差异是如此巨大，就像白天不懂夜的黑。

关键词：只在胜券在握时才出手

我的观点认为，以格雷厄姆-纽曼公司、巴菲特合伙公司、伯克希尔公司连续63年的套利经历而言，可以证明市场有效理论是多么愚蠢。（当然还有很多其他证明。）在格雷厄姆-纽曼公司，我研究了公司整个在1926～1956年期间，从套利中获利的记录，去掉杠杆后平均年化回报为20%。自1956年开始，我运用格雷厄姆的套利原则，开始是在巴菲特合伙公司，后来延续到伯克希尔公司。尽管没有做过精确的计算，但我还是知道，1956～1988年平均回报超过20%。（当然，我的运营环境远远好于当年格雷厄姆的时代，他曾陷入1929～1932年经济大危机的苦苦煎熬之中。）

对投资组合进行公平的测试要求一些条件：

- （1）在过去63年中，上述三个机构交易了数以百计不同类型的证券。
- （2）最终的结果没有被少数几次幸运的经历所扭曲。
- （3）我们只是简单地依据公开事件进行套利行为。对于产品或管理层，我们不会费尽心思去挖掘模糊的事实，或培养明察秋毫的洞察力。
- （4）我们的套利仓位有清晰明确的范围，它们不是以事后诸葛亮的方式挑选出来的。

在长达63年的过程中，市场一般年化回报率略低于10%，包括分红在



内。这意味着，1000美元在63年中，以复利再投资的形式，可以增长到40.5万美元。然而，如果回报率为20%，最终的结果将会达到9700万美元。这样的结果，如此巨大的统计差别，毫无疑问会激起人们的好奇心。

然而，市场有效理论的支持者似乎对于这些不支持的证据从不感兴趣。的确，今天市场有效理论似乎已经不像曾经的那么流行，但是，据我所知，这些人中没有人承认自己错了，无论他曾经误导了多少学生。（时至今日），在很多大学的商学院里，市场有效理论仍然作为投资学课程必不可少的组成部分。很明显，这种不情愿放弃的心理，就像对于神职人员的去神秘化，并不只局限于神学家。

于是很自然地，那些受到市场有效理论伤害的学生和受骗上当的投资者，实际上为我们以及其他格雷厄姆的追随者提供了非同一般的服务。无论是哪一种形式的竞赛，无论是财务上、心理上还是体力上，面对一群被灌输了“努力也会徒劳无益”的对手，我们于是拥有了巨大的优势。从利己主义的观点出发，格雷厄姆的信徒们应该捐助大学里的教学职位，以确保市场有效理论的教学能一直持续下去。

对于所有这些，有必要发出一个警告。近来，套利看似很容易，但这并不意味着它是一种永远能保证每年20%回报的投资方式。正如所观察到的那样，在很多时候，市场是有效的，在过去63年中，除了我们所抓住的套利机会外，其他很多机会都被放弃了，因为它们看起来价格已经到位了。

一个投资者不可能因为简单地掌握了一种特定的投资方法或投资风格，而获得超额利润。他只能通过认真地评估事实，并且持续执行纪律，而获得这种利润。在套利环境中的投资，本质上讲，并不优于扔飞镖选组合的投资策略。

关键词：获得超额利润的方法

当我们拥有具备杰出管理层的杰出企业的股份时，我们喜欢的持有时间是永远。有些人在持有的公司表现稍好之时，就会匆忙卖出变现利润，但他们却坚定地持有那些表现不佳的公司，我们与这些人截然相反。彼得·林奇（Peter Lynch）将这种行为恰当地比喻为“剪除鲜花，浇灌杂草”。

我们依然认为，如果一家公司既业务明晰，又持续保持优秀，那么出售这家公司的权益显然是愚蠢的行为。因为，这种类型的公司简直难以取代。



有趣的是，作为公司管理层，当他们专注于企业本身的运营时，并不难发现这一点：在完全忽视股价的情况下，一家拥有子公司的母公司，如果子公司长期表现优异，母公司是不可能出售子公司的。“为什么要卖出？”CEO会问，“难道要我卖出皇冠上的宝石吗？”

然而，当同样的事情变成他个人的投资时，他会在经纪人一知半解的鼓动下，冲动地——甚至鲁莽地不停买卖，从一个公司的股票切换到另一个公司的股票。最为糟糕的，可能是这句谚语：“如果有利润的话，你就不可能破产。”但是，你想过没有，一个CEO会用同样的理由敦促董事会出售他们下属的明星公司吗？

关键词：不要卖出皇冠上的宝石

在我们看来，对待企业的方法同样适用于股票。一个投资者，哪怕他持有的股票仅仅是一家杰出公司的一小部分，他也应该同样具有坚忍不拔的精神，就像一个企业家拥有整个公司一样。

之前，我曾经提到过，如果有人1919年投资40美元在可口可乐公司<sup>[2]</sup>上，可以取得同样的财务结果。1938年，在可口可乐问世五十多年后，并且在它已经坚定地成为可以代表美国的标志之后，《财富》杂志刊登了一篇关于公司非凡故事的文章。在文章的第二段，记者写道：“每一年，都有认真、严肃的投资者怀着深深的敬意，研究可口可乐长长的历史记录，然后，得出遗憾的结论，他发现得太晚了。软饮料的市场饱和度以及市场竞争的激烈如同幽灵一样出现在他眼前。”

是的，1938年和1993年一样，都存在竞争。但值得注意的是，1938年，可口可乐售出了2.07亿箱软饮料（如果按加仑<sup>①</sup>计，可以换算成今天的单位，每箱合192盎司<sup>②</sup>）。1993年，可口可乐售出了107亿箱。一个在1938年就被认为是已经占据了行业主导地位的公司，以物理体量计算，依然整整增长了50倍。

注：①1 美加仑 = 3.785 41dm<sup>3</sup>。

注：②1 美盎司 = 29.573 53cm<sup>3</sup>。

尽管一个1919年投资了40美元的投资者，到1938年时已经达到了3277美元（以分红再投资的形式），但是他不必急着开庆功会，因为，即使1938年才投资40美元给可口可乐，到1993年，可以变成25000美元。

我必须再次引用1938年《财富》杂志的故事：“很难找到能与可口可乐在规模和销售上相匹敌，并且保持十年产品没有变化的公司。”至今，已经55年过去，可口可乐的生产线扩大了很多倍，但这句话依然是对该公司很好的描述。

很久以前，芒格和我认为，在一生的投资生涯中，很难做出数以百计的明智决策。随着伯克希尔的资本规模急剧增长，决断的压力变得愈加巨大，而且，能影响我们业绩的投资空间急剧缩小。因此，我们采取的策略是，对自己仅仅要求次数有限的聪明，而不是过分聪明。的确，我们现在每年只落实一个好主意。（芒格说，现在该轮到我了。）

我们采取的策略，排除了我们陷入标准多元化的教条。很多专家会说，这种策略比之采用传统投资方法的投资者具有更大的风险性。我们不同意这种观点。我们认为，如果它能提高投资者了解公司的程度，以及在购买之前对于公司状况的满意水平，那么，集中投资法能够很好地降低风险。在阐述这个观点时，我们使用字典上的术语，将风险定义为：“损失或受伤的可能性。”

然而，学者们喜欢将“风险”进行不同的定义，他们断言，风险是一个股票或股票组合的相对波动，即它们的波动相对于股市整体的波动程度。利用数据基础和统计技巧，这些学者们精确地计算出每只股票的“贝塔”数值——过去的相对波动，然后，围绕着这些计算，建立起神秘的投资和资本配置的理论。但是，在他们渴望以单一的统计数字来衡量风险时，却忘记了一条基本原理：模糊的正确胜过精确的错误。

关键词：模糊的正确胜过精确的错误

对于公司的所有者而言——这也是我们考虑股东的方式——“风险”的学术定义远远偏离了标的，以至于产生了荒谬。例如，基于贝塔理论，一只相对于股市大跌的股票——就像我们在1973年买入《华盛顿邮报》时的情况——在股价更低之时，反而比股价更高时“风险更大”。对于一个能以巨大折扣价格买入整个公司的人而言，这种描述定义有什么意义呢？

实际上，真正的投资者对波动应该持欢迎态度。格雷厄姆在他的著作《聪明的投资者》一书的第8章解释了其中的原因。在那里，他介绍了“市场先生”这一角色，他是一个乐于助人的家伙（参见之前的内容），他会每天出现，给你一个报价，按照这个报价，或者他买你持有的股票，或者卖给你他持有的股票，只要你愿意。这个家伙越是躁郁疯狂，对于投资者而言，机会越大。事实真的是这样，因为市场的大幅波动意味着，稳健的公

司常常也会跌到非理性的低价。对于一个完全忽略市场被动或利用其愚蠢的投资者而言，不可能将这种低价视为风险的增大。

在评估风险的时候，一个追求贝塔的纯粹主义者会不屑于调查公司的产品、竞争力如何或公司的负债情况，他甚至没有动力去了解公司的名字。他所重视的不过是该公司股票的历史价格。与此相反，我们很高兴无视股票的历史股价情况，取而代之的是，我们关心有什么信息能令我们对公司更加了解。在我们购买股票之后，即便股市关闭一两年，也不会令我们烦恼。就像我们拥有100%股权的禧诗糖果公司或H.H.布朗鞋业公司一样，我们不需要每天有个股票报价来验证我们的安全程度。那么，对于我们拥有7%权益的可口可乐，为什么要每天报价呢？

以我们的观点看，一个投资者真正的风险衡量在于，应该评估是否在其预期的持股期间，其投资的税后收益总和（包括他卖出所得）会带给他至少在投资开始之初同等的购买力，加上合理的利率因素。尽管，这种风险无法如同工程计算一样精确，但在一些例子中，可以用一些有用的精确度来判断。与这种评估有关的主要因素有：

（1）评估公司长期保持经济特征的确定性。

（2）评估公司管理层能力的确定性，这些能力既包括充分实现企业潜力的能力，也包括明智运用企业现金流的能力。

（3）公司管理层回报股东而不是回报自己的确定性。

（4）购买公司的价格。

（5）将会遇到的通货膨胀和税务水平，这些将会影响投资者购买力的缩减程度。

这些因素可能会使很多析师们晕头转向，因为他们无法从任何一组数据中提取这些信息。虽然存在无法精确量化这些因素的困难，但并不能否定它们的重要性，也不能说明它们无法克服。正如斯图尔特（Stewart）大法官发现，何谓“淫秽下流”的确难以用公式精确衡量，但是，他断言：“当我看见，我就知道。”因此，投资者也可以“看见”某些特定投资中固有的风险，即便是以模糊但有用的方式，无须参考什么复杂的公式或历史股价。

关键词：投资者的真正风险

相比其他电脑公司或零售商，真的很难计算可口可乐和吉列公司的长

期商业风险会低多少？<sup>[3]</sup> 在世界范围内，可口可乐的销售占据44%的软饮料市场份额，吉列占有超过60%（按价值计算）的刀片市场份额。谈到口香糖，如果剔除主导商家——箭牌公司，我还真不知道在这个行业有什么其他的领先公司享有这样的全球影响力。

此外，近年来在世界范围内，可口可乐和吉列的市场份额实际上还在提升。它们的品牌力，它们的产品属性，它们分销系统的实力，这些都赋予它们巨大的竞争优势，在其经济城堡外围建立了一条护城河。与此相反，一般的公司则必须在没有这样的保护的情况下，天天奋战。就像彼得·林奇说的那样：那些出售普通商品的公司，其股票应该贴上提醒标签：“竞争有害财富。”

可口可乐和吉列的竞争力是显而易见的，即便对于那些非正式的商业观察家而言也是如此。但是，其股票的贝塔值与其他很多竞争力低下或没有竞争力的一般公司相差不多。我们能否就此得出结论说，在衡量商业风险时，这种差不多的情况就意味着，可口可乐和吉列的竞争力并没有给它们带来什么？或者，我们能否得出结论，说拥有一部分权益（即股票）的风险，可以在一定程度上从公司运营固有的长期风险中分离出来？我们认为这两种结论都毫无意义，而且，将贝塔等同于投资风险的做法也毫无意义。

由贝塔孕育出来的理论家，没有办法区分不同公司之间的内在风险。例如，一家销售宠物石头或呼啦圈的玩具公司的内在固有风险，和另外一家拥有单一大富翁游戏或芭比娃娃的玩具公司的内在风险，二者有何不同？但是，对于普通投资者而言，只要对消费行为和长期竞争力优劣具有适度的理解能力，区分它们的不同毫无难度。很明显，每个投资者都会犯错误。但是，如果将自己限制在一个相对有限且容易明白的行业，一个智力正常、见多识广、勤奋努力的人就能够以相当的精确度判断投资风险。

当然，在很多行业里，芒格和我不能确定是否我们在与宠物石头或芭比娃娃打交道。即便我们花了数年的时间深入研究这些公司，还是无法解决这个问题。有时候，我们自身智力的短板阻碍了我们的理解，但有时，这些行业的特性本身就是拦路石。例如，一家必须不断面临科技快速变化的公司，让人无法进行可靠的长期经济前景的评估。我们当中，有谁能30年前，预见到电视制造业或电脑行业所发生的变化？当然没有。（大多数热衷于该行业的投资者和公司管理层也没有预见到。）那么，芒格和我又怎么能认为我们能够预见那些迅速变化的公司的未来呢？我们会坚守在那些易于理解的行业。一个视力平平的人，没有必要在干草堆里寻找绣花针。

当然，有些投资策略——例如，我们多年以来的套利活动——要求广泛的多元化。如果单个交易蕴藏巨大的风险，那么，通过进行多个相互独立的交易，可以降低整体风险。这样，如果你认为权衡概率之后，你的获利大大超过你的损失，而且，如果你能抓住一系列类似的，却相互不关联的机会时，就可以进行有意识的风险投资，实际上这很有可能引起损失或伤害。大多数风险投资运用这样的策略。如果你选择走这条路，你应该采取那些拥有轮盘赌的赌场的观点，他们喜欢客人多次下注，而会拒绝接受单次巨额的赌注，因为他们相信概率论。

关键词：多元化投资vs. 集中投资

另一种要求多元化的情况是，当一个投资者并不了解特定公司的经济状况，仅凭兴之所至，相信自己可以成为某个美国公司的长期股东。这样的投资者应该拥有大量股票，并且分开多次买入。例如，通过定期投资指数的方式，一个知之甚少的投资者实际上能够战胜大多数投资专家。有意思的是，当“傻”钱承认自己的局限，它就不再傻了。

另一方面，如果你是一个有一定知识储备的投资者，懂得经济，并能找到五到十家价格合理的、具有长期竞争优势的公司，那么，传统的多元化投资策略对你而言并无意义，它只会拉低你的投资收益率，并提高你的风险。我无法明白，如果一个投资者有一列喜欢的公司名单，为什么要将资金投到排在第20名的公司，而不是投资在首选前列的公司里，它们才应该是最了解、风险最低的标的，具有最大的利润回报潜力。引用预言家梅伊·韦斯特（Mae west）的话说：“太多好事过了头反而成了坏事，这可能才是最精彩的地方。”

我们要声明，我们希望永久持有三只股票：大都会/ABC公司、盖可保险公司和《华盛顿邮报》<sup>[4]</sup>。即便这些公司的股价上升到不可思议的高点，我们也不打算卖掉，就像我们全资拥有的禧诗糖果和《水牛城新闻报》一样，无论什么人出什么价，哪怕远远高于我们认为的商业价值，我们都不会出售这些公司。

在活跃的交易行为已经蔚然成风的今天，我们的这种态度似乎已经不合潮流。现今的投资经理谈到他的“投资组合”时，所指的意思都已被华尔街偏好、运营状况或一个新的公司“概念”所支配，它们全都是“公司重组”的候选对象。（但是，重组这个概念被狭隘地定义了，它延伸到仅仅唾弃作孽的公司，而没有唾弃当初买下这些公司的高管和董事。“痛恨罪恶，但爱罪人。”这是流行于《财富》500强中的神学，就像流行于基督教救世军中的一样。）

投资经理们甚至患上了多动症，相比于他们在交易时间的行为，善于旋转的托钵僧倒是显得稳重得多。的确，“机构投资者”这个词已经成为自我矛盾的修辞术语之一，可与“巨型小虾”“泥地女子摔跤手”“廉价律师”相比肩。

尽管活跃的热情已经席卷全美商界和金融界，我们仍然坚持自己至死不渝的策略。这是唯一令芒格和我感到舒适的策略，它产生了相当好的结果，并让我们的管理层以及投资对象能专心于管理自己的业务，不必分心他顾。

我们一直坚持不动如山的原则，这种行为表达了我们一个观点：股市是一个不断重新定位的地方，在这里，钱会从活跃者手中流向耐心者手中。（根据在有限范围内进行的调查，我认为近来发生的事件表明，那些饱受诟病的“有钱有闲的富人”已经遭到了负面评价：他们维持或提升了财富水平，而同时那些“精力旺盛的富人”——进取的不动产运作商、公司并购者、石油钻探商等——则眼看着自己的财富消失。）

我们继续寻找那些业务易懂，可持续经营，具有令人垂涎的经济特征，拥有杰出才能和股东利益导向的管理层的大型公司。我们既必须以合理价格购买，又需要让企业的表现证明符合我们的预期。仅仅关注于这些并不能保证结果，但是，这个投资方法——寻找超级明星——为我们提供了真正成功的唯一机会。考虑到我们打交道的资金数量巨大，芒格和我还没有聪明到，可以通过熟练地买进、卖出平庸公司获得高额利润的程度。我们也不认为，会有其他很多人，可以通过在不同花朵之间跳来跳去的方式，取得长期的投资成功。实际上，我们认为将那些频繁买卖的机构称为“投资者”，就像将那些喜欢一夜情的家伙称为浪漫主义者一样可笑。

如果我所接触的商业机会和范围非常有限，比如说，局限于奥马哈的非上市公司里，那么，首先，我会尝试对每一家公司的长期经济特征进行评估；其次，对于负责公司运营的管理人员的素质进行评估；第三，以合理的价格买入几家运营最为良好的公司。

我当然没有打算在奥马哈每一家公司中持有同等数量的股份，以此类推，在伯克希尔面对股市数量众多的上市公司时，有什么必要采取不同的方式呢？另外，因为发现伟大的公司和杰出的管理人才都是十分不容易的事，为何我们要抛弃已被证明的成功呢？（我想说的是“真正的成功”。）我们的座右铭是：“如果你一开始就取得了成功，那么，不必再做测试。”

约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）是一位杰出的经济学家，



与其杰出经济思想相匹配的，他也是一个杰出的投资实践家。1934年8月15日，在写给商业合伙人F.C.斯考特（F.C.Scott）的信中，他说：“随着时光的流逝，我越来越感到确信，投资的正确方式是将相当分量的资金，投资于你了解并拥有令人充分信任的管理层的公司。”那种认为通过广泛投资于知之甚少不同公司，自信可以降低风险的想法是盲目且错误的。一个人的知识和经验注定是有限的，在某些特定的时间段，使我感受到充分信心的公司很少超过两或三家。

1987年，整个股市经历了激动人心的剧情之后，最终几乎原地踏步。道琼斯指数最终上升2.3%。当然，你可能注意到了，导致看似指数变化不大的原因是过山车行情。市场先生在经历了疯狂牛市的横冲直撞后，到10月份，遭遇了突然的巨幅大跌。

对于这样的股市风暴，我们握有数以10亿计美元的“职业”投资者应该心怀感谢才是。很多大名鼎鼎的基金管理人现在关注的是其他基金管理人未来几天干什么，而不是关注企业未来几年干什么。对于他们而言，股票仅仅是游戏中的筹码，就像大富翁游戏中，如同顶针和熨斗一样的道具。

他们这种态度导致的一个极端例子是“投资组合保险”，这是一种流行于1986～1987年，很多主流投资顾问奉行的基金管理策略。这种策略只不过是给小投机者止损单贴上了新奇标签的版本而已，当股价下跌之时，它会发出指令，不断抛售那些股票投资组合，或它们对应的指数期货等标的物，越跌越卖。这种策略只说明一件重要的事：巨大幅度的下跌会自动触发巨量卖单。根据《布雷迪报告》（Brady Report），1987年10月中，约有600亿～900亿美元的股票处于这种一触即发的状态。

如果你认为投资顾问是被雇来帮你进行投资的，那么，你可能会被各种技术术语弄得晕头转向。在买下一个农场后，作为一个理性的农场主，当隔壁的农场被低价贱卖的时候，会要求他的地产经纪人将自己的农场也以低价出售吗？或者，如果某天早上9:30，一个与你家相似的房屋以低于前一天的价格标售，你会仅仅因此而急于在9:31，出售你自己的房屋吗？不计价格？

然而，类似上述的愚蠢举动，却发生在所谓投资组合保险中。他们告诉养老基金或大学基金这样做，当这些基金持有福特或通用等的股票时。根据这种理论的说法，这些股票价格越低，越是应该被强烈卖出。作为一种“逻辑”推论，一旦股价大幅反弹，这种理论会指令机构投资者重新买回。我并没有捏造事实。考虑到这些基金经理掌控的资金数额巨大，加之他们的行为方式有如爱丽丝漫游仙境一般，那么，市场上有时流行精神错



乱的风尚，又有什么好令人吃惊的呢？

关键词：谁会被股市波动所伤害？

然而，很多市场评论人士就近期观察到的事件，所得出的结论是不正确的。他们喜欢说，在当前大机构飘忽不定的行为主导的市场中，小投资者已经没有赚钱的机会。这个结论是相当错误的。这种市场无论对任何投资者都是理想的，无论大小，只要他坚守自己的投资系统。由那些握有巨资的基金经理所导致的市场波动，恰恰为真正的投资者提供了更多的明智投资的机会。只有在市场艰难的时候，投资者被迫卖出——无论是来自财务压力，还是心理压力——他才会被股市波动所伤害。

[1] 1988年，1993年，1986年，1991年，1987年。

[2] 来自1993年的信件，内容如下：让我增加一些历史背景资料：可口可乐公司1919年以每股40美元的价格上市。到1920年年底，由于对它发展前景的悲观看法，可口可乐的股价遭到连续打击，下跌超过50%，跌至19.50美元。截至1993年年底，以股息再投资的方法计算，一股股票的总值超过210万美元。正如格雷厄姆所说的：“短期而言，市场是一台投票机——测试仅仅是以金钱投票、资金进出的多寡为准，而不是智力或稳定的情绪；但长期而言，市场是一台称重机。”

[3] 吉列2005年年末被宝洁公司收购。巴菲特在2005年的信件中声称：“在吉列被收购以前，我们不打算出让我们在吉列的股份；现在，我们也不准备出售我们在宝洁的股份。”

[4] 伯克希尔持有的大都会/ABC公司的股票在1996年以现金加股票的方式与迪士尼公司合并，从此脱离伯克希尔的“主要和永久”的持股部类名单。

## D.“价值”投资：多余的两个字<sup>[1]</sup>

是买下具有控制权的公司股份，还是买入上市公司在市场上可流通的部分股票，在这两者之间，我们真的没发现有什么不同。但无论在哪种情况下，我们都试图买入那些具有良好经济前景的公司。我们的目标是发现那些价格合理的杰出公司，而不是价格便宜的平庸公司。芒格和我发现，给我们丝绸，让我们织出丝绸钱包，我们可以干得很好，但巧妇难为无米之炊。

（你们必须注意到，你们总是可以快速学习的董事长<sup>[2]</sup>，仅仅用了20年的时间就已经意识到，购买好的企业是多么重要。但是，与此同时，我寻找那些“便宜货”，而且不幸的是，竟然还真找到了一些。我买过短线农具生产厂、三流的百货公司、新英格兰地区的纺织厂，这些经历让我遭受了惩罚，受到了教育。）

当然，芒格和我也会误读一个企业的情况。每当这种错误发生，我们都会遭遇到麻烦，无论这个企业是我们拥有全部股权的子公司，还是持有市场上可流通的股票，尽管后者非常容易退出。（的确，公司也可能被误读、误解。我们曾经见过一个欧洲记者被派到美国报道企业家安德鲁·卡内基（Carnegie），他给编辑发回的电报中写道：“天啊，你无法相信，可以说，在这里开图书馆也能赚钱！”）

在买入控制权类的企业投资和非控制权的股票类投资中，我们不仅仅是买好公司，而且希望它具备德才兼备的、令人喜爱的管理层。如果我们遇上了志不同、道不合的管理层，那么，控制权类的投资赋予我们更多优势，因为我们可以用权力进行改变。然而，在实践中，这个优势是有点虚幻的，管理层的改变，就像婚姻的改变一样，是痛苦的、耗时漫长的、具有风险的。在任何情况下，我们持有可流通的、但却永久持有的三家公司，这一点对于我们毫无意义。例如，大都会公司的汤姆·墨菲（Tom Murphy）和丹·伯克（Dan Burke），盖可保险公司的比尔·斯奈德（Bill Snyder）和卢·辛普森（Lou Simpson），《华盛顿邮报》的凯·格雷厄姆（Kay Graham）和迪克·西蒙斯（Dick Simmons），他们都是最优秀的管理者，没有他们，我们不可能干得更好。

我想说，控制类投资有两个主要优势。

第一，如果我们控制了一家公司，我们就能支配该公司的资产配置；

而当我们仅仅是投资了一些可流通股票，我们对于公司资产的配置则毫无话语权。这一点可能非常重要，因为，很多公司的领导人并不擅长资产配置。大多数老板获得今天的领导地位，往往由于他们在某一领域的优秀，或是市场，或是生产，或是工厂，或是行政，甚至机构政治。

一旦他们成为CEO，他们将面临新的责任。他们必须做出资产配置的决策，这是一项他们从来没有做过、非常重要、但并不容易掌握的工作。推而言之，就像一位杰出的音乐家，他正准备在卡内基音乐厅完美呈现音乐生涯的最后一步，却忽然被任命为联邦储备委员会主席，这个跨度有点儿大。

很多CEO缺乏资产配置的能力，这不是一件小事。如果一家公司每年留存的利润相当于净资产的10%，那么十年之后，该公司CEO的责任是运用公司60%以上的资本，令其充分发挥作用。

那些意识到自己缺乏资产配置能力的CEO们（并非所有CEO都能意识到），经常会向他们的工作人员、管理顾问或投资银行寻求帮助，以弥补这个短板。芒格和我经常看到这种“帮助”的后果。整体而言，我们感觉更应该说他们是重视资产配置问题，而不是解决了这个问题。

最终的结果是，美国企业界发生了很多不明智的资产配置案例。（这就是为什么经常听到“公司重组”消息的原因。）但是，伯克希尔在这方面非常幸运，在那些我们投资的主要非控股公司中，资本常常会被明智地运用，在一个例子中，应该说是被出色地运用。

通过投资可流通证券进而控股公司的第二个优势是税务方面。作为一个公司的持有者，伯克希尔通过持有部分股票的形式，吸收了相当分量的税务成本，而这点在持有超过80%股份的情况下是不存在的。税务的不利一直伴随着我们，但是在1986年，新税务法规的变动，令这种影响大大增加。新税法导致的结果是，那些持股超过80%的子公司相对于那些持股比例更少的公司，可以输送给伯克希尔的利润可以多达50%或更多。

持有可流通证券的劣势有时会被巨大的优势所抵消，股票市场经常会提供给我们机会，能以低得非常可笑的价格购买杰出公司的非控制部分权益，股价会明显低于转移控制权谈判中要求的价格。例如，我们在1973年以5.63美元/股的价格，购买《华盛顿邮报》的股票，到了1987年每股运营利润为10.30美元（税后）。类似的例子，也发生在盖可保险公司身上，我们分别在1976年、1979年和1980年以平均6.67美元的价格买入，去年的每股税后运营利润为9.01美元。在这些例子中，市场先生看来是一个不错的

朋友。

我们的权益类投资策略与1977年年报中所阐述的没有什么变化：“我们挑选可流通证券的方法，与我们评估企业、进而收购全部股权的方法并无二致。我们要求这家公司具有以下几个特征：①我们能够理解；②具有良好的长期前景；③具有诚实且能干的管理层；④能以非常有吸引力的价格买到。”我们已经看到了这些信条的内容有些改变，主要是由于市场原因和我们的规模变化。现在，我们用“非常有吸引力的价格”取代之前的“有吸引力的价格”。

但是，你或许会问：如何确定什么是“有吸引力的价格”？在回答这个问题上，很多分析师认为他们必须在两个通常相互对立的风格上做出抉择：“价值”和“成长”。的确，实际上，很多投资专家将二者的结合视为一种聪明的混搭，就像服装的搭配一样。

我们将其视为一种模糊化思维（必须承认，前些年，我也是这样认为的）。我们认为，这两种观点时时交汇在一起，在计算价值时，成长其实就是价值的组成部分，它构成一个变量，这个变量的影响范围可以从微小到巨大，可以是消极负面因素，也可以是积极正面因素。

此外，我们认为“价值投资”这个术语是非常多余的。在投资过程中，我们采取的行动都是寻找价值的行动，至少是物有所值，否则，什么是“投资”呢？有意识地为一只股票支付高价，然后希望以更高的价格迅速卖出，这种行为应该被贴上投机的标签。以我们的观点，这样做，虽然不违反法规与道德，也不能赚大钱。

关键词：成长是价值的组成部分

无论是否合适，价值投资这个术语都被广泛使用着。通常，它会与一些典型的特征联系在一起，例如低市净率、低市盈率或高分红等。不幸的是，这些特征，即便它们合在一起，也不能表明一个投资者的确就买到了物有所值的东西，并且在他的投资中正确运用了获得价值的原则。相应地，与此相反的一些特征，例如高市净率、高市盈率低分红等，这些并不与“价值”购买相矛盾。

与此相类似，公司的成长本质上没有告诉我们什么有关价值的事。的确，成长通常对于价值有着积极的影响，有时达到惊人的比例。但是，这种影响难以确定。例如，投资者经常将金钱投入到国内航空公司，去资助毫无利润可言（甚至更糟）的成长。对于这些投资者而言，如果当初飞机的发明者奥维尔·莱特在基蒂·霍克镇（Kitty Hawk）的首次试飞没有成功，

事情原本可能会好很多。这个行业成长得越多，股东的灾难就越大。

只有在某一个点上，当公司的投资带来可观的边际增量回报时，成长才对投资者有利。换言之，只有当资助成长的每一美元长期而言，能创造出大于一美元的市场价值时，成长才对投资者有利。在那些边际回报率低下的公司里，成长有损于投资者利益<sup>[3]</sup>。

50年前，约翰·伯尔·威廉姆斯（Tohn Burr Williams）在其著作《价值投资理论》（The Theory of Investment Value）一书中提出了价值方程式，我们在此精简如下：

任何股票、债券或公司今天的价值取决于，在可以预期的资产存续期间，以合适利率进行贴现的现金流入和流出。

注意，这个公式对于股票和债券通用。即便如此，对于两者而言，这里有一个重要但难以处理的地方：债券有明确的票息和到期日，能够确定未来的现金流；而对于权益资产，投资分析师必须自行分析估计未来的“票息”。此外，公司管理层的品质对于债券票息的影响较小，他们的无能或不诚信可能主要表现为暂停付息。相比之下，公司管理层的能力却能极大地影响权益的“票息”。

以现金流贴现的方式计算所得出的最便宜的对象，是投资者应该买入的投资标的——无论公司是否成长，无论公司的盈利是波动还是平稳，无论相对于当前盈利和账面值其股价的高低。此外，尽管这个价值方程式显示权益较债券便宜，但结果绝非必然。当债券经过计算显示出更具吸引力时，投资者应该买债券。

将价格问题先放在一边，最值得拥有的公司是，那些在一个一直延伸的时期周期里，可以不断利用增量资本获得很高回报率的公司。与此相反，最糟糕的公司是那些，必须或将会，要求不断的大量资本投入，但回报率低下的公司。不幸的是，第一类好公司很难发现。大多数高回报的公司只需要相对少的资本，如果这类公司支付股息或回购股份，那么，股东们将会从中受益。

尽管评估权益所要求的数学计算并不困难，一个分析师（即便他有经验又聪明）也可能在评估未来“票息”时犯错。在伯克希尔，我们试图从两个方面处理这个问题。

关键词：价值方程式

第一，我们努力坚守我们认为自己了解的东西。这意味着，它们必须相当简单，并且经济特征稳定。如果一家公司的情况太复杂，或一直不断变化，那么，我们无法聪明到可以预测其未来现金流的程度。顺便说一句，这一缺点并未令我们感到困扰。对于投资中的大多数人而言，他们懂什么并不重要，更重要的是，他们知道自己不懂什么。一个投资者只要做出为数有限的正确的事，就可以避免犯重大错误。

第二，同样重要的是，我们坚持在买入时的安全边际。如果我们计算一只股票的价值仅是略微高于其价格，我们没有兴趣购买。我们相信，格雷厄姆强烈主张的安全边际原则是投资成功的基石。

一个聪明的股票投资者，相对于参与IPO新股投资，会在股票二级市场上干得更好。理性在每一种情形下都需要与价格确定的方式打交道。二级市场经常周期性地被大量傻瓜所主导，会持续设定一个“清算”价格。无论这个价格多么愚蠢，它是股票或债券持有者需要或希望卖出的价格，总是有这样的机会出现。在很多案例中，价值X的股票在二级市场上往往以半价卖出。

另一方面，新股发行市场被控股股东和公司掌控，他们会选择发行时机，如果市况不佳，他们会选择避免发行新股。可以理解的是，这些新股卖家不会打折发行，无论是以IPO方式，还是以谈判方式，你都不会发现价值X的股票会以半价出售。实际上，在新股发行中，只有当他们认为市场被高估时，大股东才会有动力开仓卸货。（当然，这些卖家总会有不同的说法，为他们在市场低估时拒绝售股寻找各种借口。）

就在年底过后，伯克希尔以172.50美元/股的价格购买了300万股大都会/ABC公司的股票，与1985年3月初的市场价格相同。关于大都会公司的管理层，我已经有了很多年的记录，我认为在美国所有上市公司中，大都会公司的管理层是最优秀的。汤姆·墨菲和丹·伯克这对搭档，不但是杰出的经理人，他们也是那种你愿意将女儿嫁给他的对象。与他们合作是一种幸运的特权，而且妙趣横生，正如你们当中任何了解他们的人所知道的那样。

我们的认购帮助大都会公司筹集了35亿美元，用于收购ABC公司（美国广播公司）。对于大都会公司而言，ABC公司是一家大公司，它未来几年的经济状况并不激动人心。然而，这一点并没有令我们不安，我们具有足够的耐心。（无论什么样的天才或努力，有些事情总是需要时间。即便你能让九个女人同时怀孕，也不可能让她们在一个月的时间里生出小宝宝。）



为了证明我们的信心，我们做出了一项特别的安排：只要汤姆（或丹）是大都会公司的CEO，他们可以代为行使我们所持股票的投票权。提出这项特别安排的是芒格和我，不是汤姆。我们还在出售股份方面对自己设置了多种限制。这些限制的目的在于，如果没有公司管理层的许可，我们不能将持股出售给任何大买家（或有意成为大股东的持股人）。这样的安排限制，与数年前，我们在盖可保险公司和《华盛顿邮报》公司的安排相仿。

因为，大宗股权的交易通常会有溢价，一些人会认为我们的这些安排限制，从财务方面会有损于伯克希尔公司的利益。但恰恰相反，我们认为这些公司（由我们做股东）的经济前景依赖于管理层的提升。有了这样的现实安排，与我们密切合作的一流的管理层会全心放在公司运营上，并着眼于股东长期利益的最大化。可以肯定的是，比之那些受到“旋转门式的资本家”用完即弃的“赌博”方式，这样的方式更令管理层安心，效果好很多。（当然，有些公司高管将自己的利益置于公司股东利益之上，所以活该被搞得晕头转向。在投资中，我们会尽力避开这种类型的公司管理层。）

今天，公司的不稳定是由于持股者投票权的分布过于分散所导致的必然结果。在某些时候，公司大股东会抛头露面，说着冠冕堂皇的修饰辞令，但却常怀不良之企图。像我们这样对自己的持股做出限制性安排，就是为了提高所投资公司的稳定性。这种将优秀管理层与优秀公司结合在一起的做法，为丰厚的财务收获提供了良好的土壤，增加了成功确定性。这是我们的安排在经济方面的情况。

在人性的方面，也同样重要。我们不想让我们喜欢并尊重的公司管理层——以及那些接受我们重大财务委托的人，因为我们持有控股权而导致什么意外发生，以至于夜不能寐。我已经告诉他们，不会有什么意外发生，对于这些限制性的安排，伯克希尔和我都会信守诺言。这意味着，管理层有公司的承诺，也不必担心我个人发生了什么万一（我用这个词的意思是，万一我活不到三位数的年纪）。

我们以市场价格（没有折扣）购买大都会公司股票的行为，反映了近年来市场对于媒体类股票和媒体类资产抱以极大的热情（对于一些资产的抢购已经达到癫狂的状态），这种购买没有折扣可言。然而，我们对大都会的投资将我们和杰出的资产和杰出的人结合在一起，我们喜欢这样能大规模参与的投资机会。

你们的董事长<sup>[4]</sup>在聪明才智大爆发的情况下，于1978~1980年以43美元/股的价格出售了伯克希尔持有的全部大都会的股票。当然，你们中会有



人质疑，为什么我们现在以172.50美元/股的价格重新买进这家公司。我已经预见到你们会有这样的问题，我已经在1985年花了大量的时间，试图找到漂亮的借口以抹平这些看似前后矛盾的行为。

请再给我一点时间吧。

[1] 1987年，1992年，1985年。

[2] 巴菲特调侃自己。——译者注

[3] 因为这些所谓的成长，通常会要求更多的融资支持。——译者注

[4] 意指巴菲特本人。——译者注

## E.聪明的投资<sup>[1]</sup>

不动如山令我们像一个智者。无论是我们，还是大多数公司的管理层，都不会因为预期美联储些微的利率变动，或华尔街某些专家观点的改变，而狂热地出售那些盈利颇佳的公司。那么，对于我们持有的二级市场股票，虽然可能仅是小股东的位置，有何必要采取不同的策略呢？成功投资于上市公司股票的艺术，与成功收购全部公司股权的艺术，并无二致。在这两者中，无论哪一类，你应该考虑的仅仅是，标价合理、质地优良的公司，以及具有能干且诚实的管理层。在此之后，你需要做的只是观察这些品质是否能够得以保持。

当一个投资者执行这类投资策略时，常常会导致他集中持有的几只股票占据了其投资组合的大部分。这个投资者面临的结果，将会类似于购买一支杰出的大学篮球队20%的权益，这些篮球选手中的少数会取得NBA的醒目地位。这样，投资者从这些明星身上获得的收入将占据其大部分收益。至于建议投资者将其最为成功的投资卖掉，仅仅因为它们带来的收益占据了投资组合的大部分，这样的建议就像让公牛队卖掉大明星迈克尔·乔丹一样，原因竟然是他的得分实在太多了，这当然是愚蠢的，因为他对于整个球队而言，实在太重要了。

通过研究我们无论是对于子公司的投资，还是对于普通股的投资，你会发现我们喜欢的公司和行业，不大可能经历重大的变化。这样做的原因很简单：无论哪一种投资，我们寻找那些我们相信在未来10年、20年几乎可以肯定依然具有竞争优势的公司。一个环境迅速变化的行业或许会提供巨大的胜利机会，但是它不具备我们寻找的确定性。

应该强调的是，作为一个公民，芒格和我欢迎变化，新鲜的想法、新颖的产品、创新的过程，以及那些提升我们国家生活水平的东西，这些当然很好。然而，作为投资者，对那些处于发酵中而迅速膨胀、变化的行业，我们的态度就像我们对于太空探索的态度一样：我们会鼓掌欢迎，但不会参与其中。

关键词：变与不变

显然，所有的企业在某种程度上都会变化。今天，禧诗糖果在很多方面与1972年我们购买它的时候不一样，它提供不同类型的糖果，使用不同的机器，通过不同的分销渠道销售。但是，今天人们为何购买盒装巧克力，人们为何从我们这里购买而不从别处购买，这些自1920年禧诗糖果创

立以来，并没有什么改变。更有甚者，这些因素在未来的20年甚至50年也不会改变。

在可流通证券投资方面，我们寻找同样的可预测性。以可口可乐为例，与可乐产品的销售维系在一起的热情与想象力，已经在CEO罗伯特·古兹维塔（Roberto Goizueta）的领导下，显得风生水起，他以杰出惊人的贡献为股东创造了非凡的价值。在协助下，罗伯特重新思考并改进了公司的各个方面。但可口可乐公司的基本面因素——可乐的竞争优势和出色的经济特质所带来的品质，多年以来一直保持稳定。

我最近在研究可口可乐1896年的年报。（你还以为自己读晚了！）在那个时候，可口可乐问世仅仅十年时间，就已经是软饮料行业的领导者。但它已经绘出了未来100年的发展蓝图。报告称当年销售额为14.8万美元，公司总裁阿萨·坎德勒（Asa Candler）说：“我们从未停止过努力，我们向世界宣告，可口可乐对于所有人而言，是一种卓越的健康产品以及美好的感觉。”或许这里的“健康”在今天已经有了新的界定，但我所欣赏的是，坎德勒的基本主题在一个世纪之后的今天，依然是可口可乐赖以存在的基础。坎德勒继续说，就像今天的CEO罗伯特一样：“从来没有一种产品能在公众的热爱中牢牢树立自己的地位。”那一年可口可乐汽水的销量达到了116492加仑，相比之下，在1996年，可口可乐销量达到3.2亿加仑。

我禁不住要引用坎德勒的话：“从今年3月1日开始，……我们雇用了十名外勤销售员，他们会与办公室系统保持对应联系，通过这种方式，我们几乎覆盖了合众国的全部领土。”这正是我所乐见的销售力。

像可口可乐和吉列这样的公司，它们或许被贴上了“注定如此成功”的标签。对于未来的10年或20年，可口可乐公司具体能卖出多少软饮料，或吉列公司能卖多少剃须设备，预测者的看法或许略有不同。我们对于必然性的讨论，并不意味着这些公司继续执行在制造、分销、包装、生产创新方面的工作不重要。然而，最终，就投资寿命而言，没有哪位敏锐的观察家——甚至没有哪一个最为强劲的竞争对手，假设他们能以诚实的态度进行评估的话——会质疑可口可乐和吉列公司在各自行业中，会继续其世界范围内的主导地位。这两家公司在过去十年中已经占有了巨大的市场份额，并在继续扩展之中，而且所有的信号都显示出，它们在未来数十年会重演先前的成功表现。

很显然，很多高科技公司或处于萌芽期的公司会以突飞猛进的方式发展，如果以百分比衡量，它们会比上述“注定如此成功”的公司成长更迅速。但我更喜欢一个确定的良好结果，而不是一个期望的伟大结果。

当然，芒格和我，终其一生也只能鉴别发现为数不多的“注定如此成功”的伟大公司。领导能力本身无法提供确定性。回顾这些年，看看通用汽车、IBM和西尔斯百货，这些公司在很长时期内，似乎也曾具有所向无敌的特质。尽管某些行业或某些类型的公司展示了一些不凡的特征，它们无形中赋予领导者看似无可逾越的优势，似乎建立了如同自然法则一样的“赢家通吃”法则，但看看大多数公司发展的结局，事后证明事实并非如此。

所以，对于寻找每一家“注定如此成功”的公司，都要警惕存在江湖骗子的可能，那些公司现在看似高高在上，但却脆弱无力，无法抵御外部竞争的攻击。考虑到成为“注定如此成功”的伟大公司所经历的种种磨难与考验，芒格和我承认，我们无法搞出一个“漂亮50”或甚至是“闪亮20”的名单出来。因此，在我们的投资组合里，相对于“注定如此”的公司，我们只能标出几个“极高可能性”的公司。

当然，你可以为最好的公司支付很高代价。但以我们的观点，支付过高的价格所带来的风险在周期之后会显露出来。而且，现在实际上所有的股票价格都已经相当高，包括那些“注定如此成功”的伟大公司在内。当市场过热时，投资者必须意识到，即便对于一家杰出的公司（如果支付了高价），常常可能需要很长的时间，才能产出与支付价格相匹配的价值。

当一家杰出公司的管理层改弦易辙，忽视其完美的基础业务，去收购一家业务平平或平庸的公司时，一个更为严重的问题出现了。如果发生了这种事情，投资者的痛苦将是漫长的。不幸的是，这样的事情多年前在可口可乐和吉列身上都发生过。（你相信吗？可口可乐养过虾，吉列搞过油。）当芒格和我考虑对哪些通常看起来杰出的公司的投资时，失去专注是最令人担心的。一次又一次，当傲慢存在时，或当管理层出离正道无聊时，这个时候，我们看到价值变得停滞不前。然而，在可口可乐和吉列不会再次发生这种事情——在不考虑现任和未来管理层的情况下。

关键词：追高的代价

让我来谈谈关于你们自己投资的一些想法。大多数投资者，包括机构和个人，会发现投资股票最好的方法是持有指数基金，指数基金的管理费很少。采取这种方法的人肯定会战胜绝大多数投资专家的净回报（扣除费用 and 成本之后）。

但是，如果你打算构建自己的投资组合，这里有些想法值得记住。聪明的投资并不复杂，尽管远不能说容易。一个投资者所需要的是，能够正确地评估所选择企业的能力。注意“选择”这个词，你不必成为懂得任何公

公司的专家，或者，你也不必成为懂得很多公司的专家。你需要的仅仅是，能够正确地评估在你能力圈内的公司。这个圈子的大小并不特别重要，然而，知道这个圈子的边际非常关键。

为了投资的成功，你不需要懂得贝塔、有效市场、现代投资组合理论或新兴市场。实际上，你最好根本不知道这些东西。当然，我的这种观点并不是在多数商学院里盛行的观点，在那里，它们的财务金融课程都被这些主题所主导。尽管，我们的观点认为，学习投资的学生只需要学好两门功课就足够了——如何评估一家公司的价值，以及如何对待市场价格。

作为一个投资者，你的目标很简单，就是以理性的价格，购买一家容易明白的，它的盈利从今天到未来的5年、10年、20年确定能大幅增长的企业。随着时光流逝，你会发现符合这样标准的企业并不多。所以，当发现符合条件的企业时，你应该大幅买入（而不是小赌怡情）。

你还必须忍受那些让你背离原则的诱惑，如果你不打算持有一只股票10年，那就不必考虑甚至持有10分钟。当你持有一个盈利总额不断增长的投资组合，年复一年，你的投资组合的市值也会随之不断增长。

尽管很少被人留意，这正是伯克希尔公司不断为股东创造盈利的方法：我们的透视盈余稳步增长，年复一年，我们的股价也相应地增长。如果这些公司的盈利没有着落，那么伯克希尔的价值也就不会增加。

在过去超过35年的历史中，美国企业提供了令人惊讶的运营结果。因此，投资者很容易收获累累硕果，他们所需要做的全部，就是以多元化、低成本的方式搭上美国公司这趟经济快车。他们可以通过从未触及的指数基金完成此项任务，但不幸的是，很多投资者没有选择指数基金，他们经历的结果分布范围从平庸到糟糕。

导致这种表现不佳的原因有三个：

第一，高成本。通常是由于投资者交易频繁，或支付太多的管理费。

第二，以股评和市场流行风尚作为投资决策的依据，而不是深思熟虑的企业定量分析。

第三，以不合时宜的方式进出市场（常常是牛市进入，熊市退出）。

投资者应该牢记，亢奋与成本是他们的敌人。如果他们坚持尝试选择参与股票投资的时机，他们应该在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时

候贪婪。

去年，几家我们有着大量投资的公司表现不佳。然而，我们依然相信它们具有可持续的重要竞争力。这种可以为长期投资带来良好结果的特质，芒格和我偶尔相信，我们还是有能力识别的。然而，在更多的时候，我们无法做到这一点——至少没有高度的自信可以做到。这就顺便解释了，为什么我们不买高科技类公司的股票，即使我们也同意大家认同的观点——高科技公司的产品和服务改变了我们的社会。我们的问题是，对于这个领域中哪些参与者具有真正持久的竞争力，我们毫无洞见，而且我们无法通过学习来解决这个问题。

关键词：在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪

应当补充的是，我们在高科技方面的洞察力缺乏并未使我们感到沮丧。毕竟，有很多拥有伟大公司的领域，在这些地方，芒格和我并无特殊的资产配置专长。例如，对于专利、制造过程或地质勘探等方面的评估，我们没有什么可以拿上台面的东西可讲。所以，在这些领域，我们的态度也很简单，不发表意见。

我们希望拥有一种能力，当我们在能力圈内运作自如之时，这种能力可以识别；当我们接近我们能力圈的边界之时，这种能力也可以识别。能够预测那些快速变化的行业中，公司长期经济状况的能力，这远远超出了我们能力圈的边界。如果有人声称具有这些行业的预测能力，并且要通过股市的行为验证这种能力，我们既不会羡慕嫉妒他们，也不会盲目模仿他们。相反，我们会坚守于我们所了解的东西。如果我们迷失了，一定是因为我们不太谨慎造成的，而不会是因为我们的焦躁无眠，或以一厢情愿替代理性所造成的。幸运的是，几乎可以肯定，对于伯克希尔而言，在我们已经建立的能力圈内，机会永远都存在。

此时此刻，我们打算永久持有的公司的股价已经不那么具有吸引力。换言之，相对于这些股价，我们更喜欢企业本身。这就是为什么我们没有增加持仓的原因。尽管如此，我们还没有以一种重要的方式按比例缩减我们的投资组合。如果有两种公司让我们做出选择：一个价格合适但运营有问题，另一个价格有问题但运营良好，我们会倾向于后者。当然，最吸引我们的是，价格合适且运营良好的公司。

关键词：坚守能力圈

我们对于自己持有股票的价格抱保守态度，这同样适用于我们对股市大势的整体水平的看法。我们从未试图预测股市下个月或下一年会如何运

行，现在也不打算这么做。但是，（1999年底，）股市投资者们似乎对于他们未来的回报预期过于乐观。

我们看到公司利润的增长很大程度上与国家（GDP）的增长相关，我们也看到GDP的真实增长率大约为3%。此外，我们假设通货膨胀率为2%，芒格和我对于这个2%假设的准确性并没有特别的信心。然而，市场观点认为：抗通胀国债（TIPS）的收益率比标准国债率低大约2%左右。如果你认为通货膨胀率高于这个，你可以做多TIPS，同时做空国债，这样可以轻易获利。

如果利润的确与GDP增长相同，大约5%，那么对于美国公司的估值不太可能高于这个比率太多。即便加上分红因素，从股票投资中获得的回报会比大多数投资者希望的少很多，无论从过去的经历，还是对未来的预期。如果投资者的预期变得更加现实（他们几乎肯定会），那么，市场的调整可能更为严峻，尤其在那些投机盛行的板块。

总有一天，伯克希尔会在股票市场投下巨资，我们对此极具信心。但是，就像一首歌中唱到的：“有谁知道在什么地方？或什么时候？”这时，如果有人开始向你解释，市场中像中了疯狂“魔法”的部分会如何表现，你应该记住另一句歌词：“傻瓜才会给你理由，智者从来不会。”

（当公司的价格和股票的价格都高高在上时，）我们会遵守棒球名家泰德·威廉姆斯（Ted Williams）式的纪律。在他的著作《击球的科学》（The Science of Hitting）一书中，泰德解释说，他将击球区划分为77个格子，每个格子如同棒球一般大小。他知道，只有击打那些抛过来、落在“最佳”格子里的球，才能令他击出0.400的好成绩；如果击打落在下端外侧角、“最差”位置的球，将会令他的成绩跌至0.230。换句话说，等待完美的抛球，等待完美一击的机会，将意味着步入名人堂的旅途。而不分青红皂白地挥棒乱击，将意味着失去成功的入场券。

如果有投资目标进入了不错的击球区，那么，我们现在所看到的、“抛”在眼前的机会，仅仅只能算是位于较差的、下端外侧角区位。如果此时挥棒，我们的投资表现将被困在较低的收益区间。但如果让今天所有的投资机会流逝而去，没有人能保证我们之后会遇见更佳的机会。也许，过去市场上出现的那种具有吸引力的价格已成为过去，不是常态。不像今天，我们都必须支付不再打折的全价去购买企业。然而我们所处的情况与棒球专家泰德的又不太一样，我们并不会因为三次拒绝击打差球<sup>[2]</sup>而被罚下场，失去继续参赛的资格。然而，如果只是将球棒扛在肩上，日复一日站在那里等，也并不是件令人愉快的事。



[1] 1996年，2004年，1999年，1997年。

[2] 意指可能导致低收益的投资对象。——译者注

## F.捡烟蒂和惯性驱使（机构强迫症）<sup>[1]</sup>

引用幽默作家罗伯特·本奇利（Robert Benchley）的话说：“让一条狗教孩子忠诚、坚韧，并且在倒地之前转三圈。”这就是经验的缺点。然而，在开始新的工作之前，回顾一下过去的失误，这倒是一个不错的主意。所以，让我们快速回顾一下过去的25年。

我所犯下的第一个错误，当然是买下伯克希尔公司的控股权。尽管，我当时就知道，公司的主业——纺织业务——前途暗淡，我还是被它貌似低廉的股价所诱惑，忍不住出手。在我投资生涯的早期，这类股票投资给我带来了合理的回报，直到1965年伯克希尔的出现，使我渐渐意识到这种投资策略并不那么理想。

如果你以足够低廉的价格买入一只股票，那么，通常企业的价值波动会给你提供机会，让你以合理的利润脱手股票，即便从长期而言，这个公司或许很糟糕，你的回报也还行。这种投资方式，我称之为“捡烟蒂”投资法。在大街上发现地下有一节还能抽一口的雪茄烟蒂，尽管所剩无几，但因“代价便宜”，也可以获利。

除非你是一名专业清算师，否则上述这种投资方法就是愚蠢的。

首先，最初看似“便宜”的价格可能最终根本不便宜。一家处境艰难的公司，在解决了一个难题之后，不久便会有另一个问题冒出来，就像厨房里如果有蟑螂，不可能只有一只。

其次，任何你得到的初始优势会很快被公司的低回报所侵蚀。例如，你以800万美元买下一个公司，能迅速以1000万美元卖出或清算，而且可以立刻执行，那么你能实现高回报。但是，如果这家公司是在十年之后以1000万美元处理掉，即便在此期间每年有几个点的分红，那么这项投资也是令人失望的。时间是优秀企业的朋友，是平庸企业的敌人。

你或许认为这项原则显而易见、平淡无奇，但我却不得不以艰难的方式学习它。实际上，我们不得不学习了好几次。在购买了伯克希尔不久之后，我收购了巴尔的摩市的一家百货公司——霍克希尔德·科恩公司（Hochschild Kohn），这项收购是通过多元零售公司（Diversified Kretzschmar）进行的，后来它并入伯克希尔公司。

从账面资产看，我的这些收购价格拥有巨大的折扣，这些公司的员工

也是一流员工，而且这些交易包括一些额外的好处——未入账的不动产和巨大的LIFO<sup>[2]</sup> 存货，这些都构成了安全垫。我怎么会错过这样的机会？哦……，三年之后，我是如此的幸运，能以买入价将这家公司处理掉。

关键词：时间是优秀企业的朋友，是平庸企业的敌人

这个经历给我上了一课：优秀的骑手只有在良马上，才会有出色的表现，在劣马上会毫无作为。无论是伯克希尔的纺织业务，还是霍克希尔德·科恩百货公司，都拥有能干、忠诚的管理层。同样的管理层，在那些具有优秀经济特征的公司里，会取得优良成绩。但是，如果他们在流沙中奔跑，就不会有任何进展。<sup>[3]</sup>

我说过很多次，当一个声誉卓著的管理者接手一家徒有虚名而经济状况不佳的公司时，能保全的只有这家公司的虚名。我希望自己没有精力过剩到创造这类案例，我的行为就像《白雪公主》的台词作者梅伊·韦斯特所写的那样：“我是白雪公主，但却四处漂泊。”

另一个相关的教训是：慢慢来，不着急。在收购和管理伯克希尔公司25年之后，芒格和我意识到，我们还是没有学会如何解决困难企业的问题，我们所学到的是避开它们。在这个程度上，我们可以说有所成就，这是因为我们专注于寻找那些可以跨越的1英尺<sup>[4]</sup> 跨栏，而不是我们具有了跨越7英尺跨栏的能力。

这种发现看起来可能不公平，但无论是在企业管理中，还是在投资中，相比于摆脱困境，通常简单地坚守于那些易于明白且显而易见的目标，利润会更丰厚。偶尔，一些棘手的问题必须面对，就像我们当初开始《水牛城新闻报》的周日版一样。在其他的一些情形中，我们会发现，伟大的投资机会往往发生在一家优秀公司遭遇一次性、可解决的问题时，就像很多年前发生在美国运通和盖可保险公司身上的那样。然而，总体而言，我们倾向于避开怪兽，而不是杀死它。

关键词：优秀的骑手只有在良马上，才会有出色的表现

我最为惊讶的发现是：在企业内部，有一种看不见的力量足以压倒一切，我们可以称其为“惯性驱使”或“机构强迫症”。在大学的商学院里，我从未听说过这种强迫症的存在，而且在我进入商界时，也没有直观地感受到它。我本以为那些正派的、聪明的、经验丰富的公司管理层会自然做出理性的商业决策。但是，历经多年之后，我发现现实并非如此。相反，当惯性驱使的强迫症发作之时，理性经常会枯萎。

例如：

（1）似乎受到牛顿第一运动定律的控制，机构会抗拒在当前方向上的任何改变。

（2）就像工作的延伸会渐渐填满所有的时间一样，公司不断延伸的项目或收购行为会耗尽所有的现金。

（3）公司领导人所渴望进行的项目，无论多么愚蠢，都会迅速得到下属精心准备的有关回报论证和战略分析的支持。

（4）同行的行为，无论他们是扩张、收购、制定管理层薪酬等等，都会被不加思考地模仿。

令公司误入歧途，推上了这样方向的，是惯性的力量，而不是腐败或愚蠢。就我自己的经历而言，因为我忽视惯性驱使的力量而造成几次代价高昂的错误之后，我一直努力在组织和管理伯克希尔中，用各种方法将惯性驱使的影响降到最低。此外，芒格和我一直尽力尝试，将我们的投资集中于那些对于这种问题具有警惕性的公司。

在犯下一系列错误之后，我学会了只与那些我喜欢、信任和尊敬的人做生意。正如我之前提到过的，这条原则本身或许并不能保证成功。一个二流的纺织厂或百货公司，固然不会仅仅因为管理层是你想嫁女儿的对象而变得繁荣昌盛。但是，一个主人——或股东——如果能够设法将自己与那些经济特征不错的公司中的人结合在一起，也能够成就奇迹。相反，我们不希望与那些不值得尊敬的经理人为伍，无论其公司的前景多么诱人。与坏人打交道做成一笔好生意，在这方面我们从来没有成功过。

一些我所犯过的最糟糕的错误是公众所未见的。这些错误是我错过了一些我明明知道价值所在的股票和企业，却没有买。错过一个人能力圈范围之外的机会并非罪过，但是，我错过了几次端到眼前、送上门来的真正的大机会，而且完全在我的理解范围内。对于伯克希尔的股东而言，包括我自己在内，这种错误的代价极其巨大。

我们一贯保守的财务政策，或许看起来是一个错误，但以我的观点并非如此。回溯过往，有一点是肯定的，如果我们在伯克希尔使用了更高的杠杆，尽管这样做仍然符合传统负债习惯，会取得远远高于我们已实现的23.8%的年回报率。甚至在1965年，我们或许完全可以判断，动用杠杆能以99%的概率带来更高的回报率，几乎可以说是“十拿十稳”。相应地，我们大约仅有1%的机会看到，由于外部的或内部的一些突发因素，会导致

即便是传统负债比率也会发生从暂时痛苦到违约之间的结果。

我们不喜欢这种99:1的发生概率，永远不会。我们认为，一个小的丢脸或痛苦不可能被一个大的额外回报所抵消。如果你的行动是合理的，你肯定会得到良好的结果。在绝大多数情况下，杠杆只会加速事情的运动。芒格和我从来不会匆匆忙忙，我们享受投资过程远胜于收获的结果，我们学会了与之朝夕相处。

[1] 1989年。

[2] 会计上后入先出法。——译者注

[3] 参阅第1章C节：企业变化的焦虑。

[4] 1英尺 = 0.3048米。

## G.生命与负债<sup>[1]</sup>

除了一些象征性的数目，我们避免债务，偶尔使用的情况往往基于如下三个目的：

（1）我们偶尔参与美国政府（或其代理）为主体的回购，作为短期投资策略的组成部分。

（2）我们借钱用以对冲投资组合中付息应收账款，我们对于这些品种的风险特性了如指掌。

（3）一些子公司，例如中美能源公司，也许有负债出现在伯克希尔的合并报表中，但伯克希尔并不对这些债务提供担保。

站在风险的立场上看，从十个不同的、并且没有关联的公用事业中产生的盈利——其盈利覆盖利息比例，比如说是2:1，这种情况要远远比只从一个公用事业中获得盈利要安全得多。一次灾难性事件就足以导致一家公用事业公司资不抵债，无论它的负债是多么保守。一次地理性的区域灾难，比如说西部一些州的地震，不会对我们的中美能源公司造成致命性打击。甚至像芒格这样充满担心的人也无法想象，会有什么灾难可以对公司盈利造成系统性的重大衰退影响。因为中美能源公司不断扩大的、多元化的管制盈利的增加，它一直很好地运用了其巨大的负债。

上面就是关于中美能源公司的情况。在伯克希尔的层面，对于以重大负债形式去进行收购或企业运营，我们毫无兴趣。当然，传统的商业智慧认为我们过于保守，并且认为，如果我们在资产负债表上使用适当的负债，可以在安全的前提下增加一些盈利。他们说的或许是对的。但是，伯克希尔数以千计的股东将他们家产的大部分投资在我们的股票上（必须强调一下，我们的绝大部分董事和管理层也在这个股东名单上），任何对于公司的灾难，也是对于他们的灾难。

此外，我们还有对于保险客户的承诺。对于那些遭受永久性损伤的人而言，这些承保的支付可能会延续50年或更久。对于这些投保的客户以及其他支持者，我们曾经给予完全安全的承诺，我们会信守诺言，无论发生什么：金融危机，股市关门（这在1914年发生过），甚至美国本土遭受核弹、化学武器、生化武器的攻击。比之其他保险公司，我们愿意接受巨大的风险，我们提供高额的单次重灾承保。

我们还持有数量巨大的投资组合，这些组合的市值在某些情况下，会发生迅速剧烈的变化，可能大幅下跌（就像1987年10月发生的那样）。但是，无论发生什么，伯克希尔都具有足够的净资产、盈利现金流以及可变现性，足以应付自如。其他任何的方法都是危险的。多年以来，一些非常聪明的人们终于意识到，无论多么长的一串数字，只要乘上一个零，其结果一定等于零。这样的公式所造成的影响可不是我个人想经历的，甚至将这样的惩罚放在他人身上，哪怕是一点点，也不是我所愿意看到的。

毫无疑问，一些人通过使用财务杠杆变得非常富有。然而，这种方法通常也会令人穷困潦倒。当使用杠杆时，它会放大你的收益。这时，你的配偶会认为你很聪明，你的邻居会羡慕你。但杠杆这个东西是会令人上瘾的，一旦你奇迹般获利，很少有人会愿意再回到从前保守的状态。就像我们在三年级所学习的，一些人在2008年再次学习了，任何序列的正数，无论多么大的数字，只要乘以一个零，都会蒸发殆尽，一切归零。历史告诉我们，所有的杠杆通常导致的结果会是零，即便使用它的人非常聪明。

当然，杠杆对于企业的危险也是致命的。拥有巨额负债的公司通常会假设，这些债务到期之时，自然会再次得到融资。这种假设通常是有效的。然而，偶尔的情况下，或是因为企业内部的特别原因，或是因为市场正常的资金短缺，使得到期债务必须即刻偿还，不得延展。这时，只有现金才能解决问题。

关键词：信用就像氧气

在短缺之时，渴望借钱的人才知道，信用就像氧气。此二者，在充足的时候，人们不会注意到它们的存在；当它们消失的时候，人们才会发现它们的重要性。甚至，信用的短暂缺失都会让公司陷入困境。2008年9月的危机中，国民经济中的很多部门的信用在一夜之间消失，令整个国家陷入崩溃的危险边缘。

对于那些给伯克希尔的幸福造成丝毫危险的任何行为，芒格和我都毫无兴趣。我们俩加在一起已经有167岁了，从头再来不是我们的人生目标。我们确知你们和我们的父母，在很大程度上，将身家的大部分委托给我们管理。此外，一些重要的慈善机构也依赖于我们的谨慎行事。最后，我们保险公司承保的出险客户，他们将依赖我们提供的保险赔偿金，从现在延续到未来数十年。背负着所有这些人的托付，为区区额外几个点的回报而冒险，这样做是不负责任的。

在伯克希尔公司，我们会持有至少100亿美元的现金，这里不包括我们



旗下受管制的公用事业和铁路公司。因为我们的使命，我们手中通常会保持200亿美元的现金，使我们可以经受得住史无前例的保险损失（我们迄今最大的保险损失是卡特丽娜飓风造成的，金额是30亿美元，这是保险业最为昂贵的灾难），也能让我们迅速抓住收购或投资的机会，即便在金融危机期间。

我们持有的现金基本上是放在美国政府国债上，避免放在其他即便回报高出几个点，却风险不确定的短期证券上。早在2008年9月金融危机期间，商业票据和货币市场发生问题之前，我们就一直坚持这么做。我们同意投资作家雷·德沃（Ray DeVoe）的观察：“人们过度追求收益所造成的损失，超过了被人持枪打劫！”在伯克希尔，我们不会依靠银行提供的信用额度，我们不会签署任何需要提供担保的合同，除了相对于我们的流动资产极小的情况外。

此外，在过去的40年中，伯克希尔没有动用过一分钱进行分红或回购股份。取而代之的是，我们留存了所有盈利，用于增强公司实力，这种实力以每月10亿美元的速度增长。在过去的40年中，我们公司的净资产因此从4800万美元增长到1570亿美元，我们的内在价值增长得更多。没有任何一家美国公司能以这种持之以恒的方式构建其财务实力。

尽管保持流动性的稳健，令我们能睡得安稳，但由于对使用债务杠杆的谨慎，少赚了一些钱也算是对我们的一种惩罚。除此之外，在时不时爆发的金融危机的插曲中，在其他人挣扎求生的时候，我们已经在财务上和心理上做好了出击的准备。

这就是在2008年，在雷曼破产恐慌25天之后，我们投资156亿美元的原因。

[1] 2005年，2010年。

### 第3章 投资替代品

在永久性持股之外，我们的保险公司还持有大量的可流通证券。在选择这些可流通证券时，我们有五大类选项：（①长期普通股投资；②中期混合收益证券；③长期固定收益证券；④短期现金等价物；⑤短期套利（正如在第2章第B节讨论的那样）。

在这几个大类中进行选择时，我们没有特别的偏见。我们只是以最高的税后回报作为“数学预期”的考量，在它们之中进行搜寻，并一直在我们认为我们明白的范围内进行此类投资。我们的行为标准并不是将财报利润即刻最大化，我们的目标是最终资产净值的最大化。<sup>[1]</sup>

[1] 1987年信的引文，1988年和1989年再次引用时，没有第一句话。

## A.三类投资资产<sup>[1]</sup>

可供选择的投资种类繁多，而且各有不同，但是，投资总体上可以分为三大类，理解每类投资的特点非常重要，因此让我们来仔细分析这三类投资。

由特定货币标明的投资，包括货币市场基金、债券、按揭、银行存款以及其他投资工具。大多数此类基于货币的资产都被视为“安全的”。但事实上，它们属于最危险的资产，它们的贝塔值或许是零，但它们的风险却是巨大的。

在上世纪，这些基于货币的投资工具，在很多国家摧毁了投资者的购买力。即便投资者可以按期收到支付的利息和本金，情况依然如此。而且，这种糟糕的结果，会在未来一再重现。政府决定货币的最终价值，系统性的力量会时时导致引发通货膨胀的政策。而这些政策会一次又一次失去控制。

即便是在美国，这么一个维持美元稳定的愿望如此强烈的地方，美元还是从1965年以来累计贬值了86%，那一年我刚接手管理伯克希尔公司。当年花1美元可以买到的东西，今天要花7美元以上。因此，即便一个不用交税的机构，也必须在同期从债券上获得4.3%的年化利息收入，才能维持其购买力不变。如果这些机构的管理人将任何的利息部分视为“收入”的话，他们一定是在和自己开玩笑。

对于必须纳税的投资者而言，情况则更为糟糕。在上述同期的47年里，不断滚动发行的美国政府国债的年化回报率为5.7%。这听起来似乎还不错。但是，如果一个个体投资者的所得税平均税率为25%的话，这5.7%的收益率实际上没有产生任何真实收益。

关键词：被通胀摧毁的购买力

投资者看得见的所得税税率将拿走名义收益的1.4个百分点，而通货膨胀这个看不见的“税”，会拿走余下收益的4.3个百分点。值得注意的是，尽管投资者可能认为所得税是他的主要负担，但实际上，通货膨胀拿走的收益是所得税拿走的三倍之多。尽管每张美元上都印着“我们信仰上帝”这句话，但实际上，掌控政府印钞机的，并非上帝之手，而是凡人之手。

当然，高利率可以补偿投资者投资货币资产时所面临的通货膨胀风

险。并且，在20世纪80年代早期，的确做到了这一点。然而，近年来的利率无法抵消通胀对投资者购买力削弱的程度。因此，现在，债券如果作为一个投资的考虑对象，应该被贴上警示的标签。

所以，在今天的环境下，我不喜欢基于货币的投资品种。尽管如此，伯克希尔还是持有大量的这类投资，尤其是短期的品种。不管利率多么低，在伯克希尔，我们始终将保持充足的流动性作为重中之重，以后也不会忽视这一点。为了满足这个需要，我们大量持有美国国债。即使在最混乱的经济环境中，美国国债也是唯一靠得住的流动性良好的投资对象。我们工作中对于流动性的要求是200亿美元，我们的绝对底线是100亿美元。

在满足流动性要求和监管要求之后，我们一般不会再购买这类基于货币的投资品种，除非它们能够提供异乎寻常的回报。这种情况的出现，或是因为特殊情况导致的错误定价，就像垃圾债券出现的周期性崩溃一样；或是因为当利率上升到一定水平，提供了高等级债券在利率下跌时能获得显著资本利得的机会。

尽管我们过去都曾经利用过上述两类机会，未来也可能还会这么做，但是我们对于这类投资机会已经有了180度的大转弯。华尔街人士谢尔比·库洛姆·戴维斯（Shelby Cullom Davis）多年以前的评论用在现在似乎也很合适：“债券在被推销时，说是可以提供无风险的回报，现在的定价却只剩下无回报的风险。”

投资的第二大部类涉及到一些从来不会有任何产出的资产，但购买它们的人希望总有一天有人会出更高的价格购买它，后者会认为这类资产不可再生。17世纪的郁金香风潮的短期风靡，就是这类买家的杰作。

这类投资要求买家队伍的不断扩大，他们反过来也被诱惑着，因为他们也忍不住相信买家队伍会不断扩大。买家不是因为这类资产能产出什么而购买，实际上，它们一直不会有任何产出。购买这类资产的真正原因，是将来会有人因为更贪婪而出更高的价格。

这个资产大类中包括黄金，现在的投资者对于黄金有着巨大的热情，因为他们信不过其他投资产品，特别是纸币（它们的价值的确令人担心）。然而，黄金有两大缺点，既没有太多用处，也不能自我繁殖。的确，黄金有一些工业和装饰上的用途，但是，这两种用途的需求都有限，而且无法吸收新的产能。同时，如果你拥有一盎司<sup>[2]</sup>的黄金，你会一直拥有一盎司，不会有增长。

关键词：没有任何产出的资产

大多数黄金购买者的最大动机，是他们相信恐惧程度的升高会推升黄金价格。过去十年，这种想法是正确的。此外，黄金价格本身的上升被购金者视为自我观点的验证，更是增加了购买的热情。当“赶时髦”的投资者加入舞会，他们可以创造自我的真理，但其继续的时间可能仅仅是“一阵子”。

在过去的15年中，互联网公司的股价和房屋价格的表现证明了，最初原本合理的观点，一旦与高调飙升的价格结合在一起，就会导致异乎寻常的过量。在这些泡沫中，原本持有怀疑态度的投资者屈从于市场表现出来的“证据”，并且买家的队伍会在一定时间里持续地扩大，推动某个潮流继续向前发展。但是，吹大了的泡沫终究会爆裂。

今天，全世界黄金的储量大约有17万公吨。如果将这些黄金全部融化在一起，可以做成一个边长68英尺的正方形。（大约正好是个篮球场大小。）在我写这篇文章时，金价每盎司1750美元。那么，这个黄金立方体的价值是9.6万亿美元。我们将这个立方体称为A。

现在，让我们以同样的价钱建立另一个立方体，称为B。以这样的价格，我们可以买下美国全部的农场（4亿英亩，每年产值2000亿美元），外加16个埃克森-美孚石油公司（世界上最赚钱的公司，每年盈利超过400亿美元）。在买了这么多之后，我们还能剩下大约1万亿美元四处溜达，寻找其他购买对象（在购买的狂欢之后，没有丝毫的资金紧迫感）。你可以想象一下，一个有9.6万亿美元的投资者会选择A还是B？

关键词：9.6 万亿美元如何投？

除了当前存世的黄金价值不断积累之外，以当前价格计算，如今每年黄金的产量大约为1600亿美元。黄金的买家，无论是珠宝商、工业用户、恐慌的个人或投机者，他们必须不停地吸收消化这些每年的增量供给，才能保持黄金当前价格上的平衡。

从今往后的未来100年，整个美国的4亿英亩的耕地将不断产出数量惊人的玉米、小麦、棉花和其他农作物。而且不论未来货币是什么样，这些耕地都会继续产出这样巨大的价值。在未来100年，埃克森-美孚石油公司会给股东派发上万亿美分的分红，而且公司的资产还会有不止一个万亿美元（记住，你买了16个埃克森）。而17万吨的黄金放在那里，体积的尺寸不会改变，也不会产出任何东西。你可以爱抚它，但它不会有丝毫的反应。

必须承认的是，即使从今开始的100年时间，每当人们感到恐惧时，他们仍然会冲向黄金。然而，我们相信，投资在黄金立方A上的9.6万亿美元，在未来一个世纪的收益率会远远低于B类的耕地和股权投资。

当人们的恐惧达到顶峰时，前两类资产最受欢迎。对于经济崩溃的恐惧，促使人们冲向基于货币的资产，特别是美国国债。对于货币崩溃的恐惧，推动着人们蜂拥买入黄金之类的永远不会有任何产出的资产。

我们在2008年听到人人都在说“现金为王”之时，恰恰是应该动用现金而不是持有现金的时候。与此类似，在20世纪80年代的初期，当我们听到人人在说“现金是垃圾”之时，那个时候，固定收益类投资产品正处于我们记忆中回报最具吸引力的时代。在这些历史场合中，盲从于羊群效应的投资者为寻求“舒服”而付出了沉重代价。

我自己看好的投资之选，正如你所知道的，是我们的第三类投资——投资于可生产性的资产，或是公司，或是农场，或是房地产。最为理想的投资资产应该是这样的，这类资产在要求很少的新资本再投入的情况下，依然能在通货膨胀期间，提供维持其购买力价值的产出。农场、房地产，以及很多公司像可口可乐、IBM、禧诗糖果等，都可以通过这个双重标准的测试。

其他一些公司，比如我们旗下受管制的公用事业公司，未能符合这个双重标准，因为通货膨胀会给它们带来沉重的资本负担。为了获得更多盈利，投资人就必须投入更多。但即便如此，这些资产还是好过那些非产出性资产或基于货币的资产。

未来的100年，无论货币是基于黄金、贝壳、鲨鱼牙齿或一张纸片（就像今天），人们总会用日常劳动中的数分钟所创造的价值，去交换一罐可口可乐或禧诗糖果的花生糖。未来，美国人肯定会有越来越多的运输需求。消费更多的食物。要求比今天更多的居住空间。人们永远会以自己的产品去交换其他人的产品。

我们国家的企业会继续有效地为人们提供产品和服务。打个比方说，这些商业“奶牛”会存活上百年，会产出更多数量的“牛奶”。它们的价值并不取决于交换的媒介，而是取决于它们的产奶能力。

来自于牛奶的收入，会给奶牛的主人带来复利的收入，就像20世纪的股票一样，道琼斯指数从66点上升到11497点（同时还有分红）。伯克希尔的目标就是不断增持一流的公司。我们的第一选择是整体收购，持有这些优秀企业100%的股权，但我们也愿意通过在市场上买入流通股的方式，持

有优秀公司的部分股权。我相信，在任何较长的时间段，这类投资将被证明是我们分析过的三类资产中遥遥领先的优胜者。更为重要的是，这类投资也是到目前为止最为安全的投资。

[1] 2011年。

[2] 1盎司 = 28.350克。



## B.垃圾债券<sup>[1]</sup>

垃圾债券投资与股票投资在一些方面有相似之处。进行这两类投资活动都要求我们进行价格与价值的计算，都需要我们寻找数以百计的对象，然后发现屈指可数的、回报风险比具有吸引力的投资目标。

但这两者之间也有着重大的区别。在股票投资中，我们希望每一次的投资都有良好的结果，因为我们专注于那些财务稳健，具有强大竞争力，拥有德才兼备的管理层的公司。如果我们能以合理的价格买入这样的公司，亏损应该是罕见的。在我们接手管理伯克希尔的38年中，情况的确如此，我们在伯克希尔管理的投资（不包括通用再保险和盖可公司管理的投资），其盈利与失手的比例大约是100:1。

但当购买垃圾债券时，我们打交道的企业多处于边缘地带。这些企业通常负债高企，所处的行业一般也都具有资本回报率低下的特征。此外，管理层的品质有时也令人心存疑虑。甚至，管理层的利益直接与债券持有者的利益相悖。因此，我们甚至预料到，我们会偶尔遇到大的损失，不过还好，到目前为止，我们在这个领域干得还不错。

关键词：最为理想的投资资产

近乎嗜睡症的懒散依然是我们投资的基本风格。今年，我们六大重要的持股，既没有买入一股，也没有卖出一股。唯一的例外是富国银行，这是一家管理出色、回报不俗的银行，我们将持股提升到仅仅略低于其总股本10%的地步，这是不需要经过联邦储备委员会批准，我们可以持有的最高比例。我们大约1/6的仓位是在1989年买进的，其余的是在1990年。

银行业务并非我们的偏好。在银行业中，资产总值是权益的20倍，这样的比例很常见，即便一个小小比例的资产错误，就可以吞噬掉大部分净资产。而且，在很多大型银行中，错误是经常的，例外是非常的。我们去年讨论过机构的“惯性驱使”行为，这是一种管理层盲目模仿同行的行为，无论是多么愚蠢，银行业犯的很多错误也多源于此。在它们的借贷活动中，很多银行家就像行军的旅鼠一样，只知道盲从地跟随领队走，现在它们正在遭受旅鼠一样的悲惨命运。

由于银行业20:1的杠杆特征，使得管理层的优点和缺点都得以放大。我们对于以“便宜”的价格购买一家糟糕的银行毫无兴趣。相反，我们仅仅对于以合理的价格购买管理优良的银行感兴趣。

论及富国银行，我们认为我们已经得到了银行界最好的经理人：卡尔·赖卡特（Carl Reichardt）和保罗·哈森（Paul Hazen）。在很多方面，卡尔和保罗让我想起另外一对搭档——大都会的汤姆·墨菲和丹·伯克。

第一，他们每一对搭档的合力都比之简单分开然后合计要强大，因为每一个人都对其搭档了解、信任、尊重。

第二，这两支管理队伍都给能干的人支付高新，但都厌恶冗员。

第三，这两支队伍在利润创新高、日子好过时，如同在艰难的日子里一样，都积极控制成本。

最后，他们都能坚守于自己所了解的业务，用他们的理性能力进行决策，而不是想当然地感情用事。（IBM的托马斯J.沃森爵士（Thomas J. Watson Sr.）遵循同样的原则，他说：“我不是天才，我只是有几个优点，但我能坚守这些优点。”）

我们在1990年买入富国银行，这得益于当时银行类股票的糟糕市况。这种糟糕市况恰逢其时，月复一月，那些曾经被看好的银行做出的愚蠢贷款决定被公开曝光。当时的情况是祸不单行，常常是一个管理层刚刚拍胸脯保证平安无事之后，紧跟着又一个巨大坏账损失被暴露出来。可以想象，投资者断定所有银行的数字都不可信。在银行股逃离大潮的帮助下，我们以2.9亿美元购买了富国银行10%的股份，这个价格低于税后盈利的5倍，并且低于税前盈利的3倍。

富国银行规模庞大，资产总值达到560亿美元，净资产回报率超过20%，总资产回报率为1.25%。我们购买这样一家银行10%的股份，就相当于购买了一家具备同样财务特征，总资产为50亿美元的银行100%的股份。但是，如果真的购买一家这样的独立银行，我们付出的代价可能要两倍于购买富国银行的2.9亿美元。更有甚者，即便是溢价购买了一家50亿美元总资产的银行，我们还将面临另一个问题：没法找到一个像卡尔·赖卡特这样的杰出银行家管理它。近年来，富国银行积极热情地大力招募新人，但是，招到富有经验的干练人才可不容易。

当然，拥有一家银行，而不是其他类型的企业，还不能说是远离风险的。加利福尼亚州的银行面临一场强烈地震的特殊风险，这足以在借款人中造成巨大的混乱，反过来会摧毁贷款给他们的银行。

第二个风险是系统性风险，业务收缩或是金融恐慌会危及每一个高负债机构，无论它们的管理多么聪明。

最后，当前市场的主要担心是西海岸房地产市场，因为建造供给过多会导致房价暴跌，银行业由于提供信贷支持而面临着巨大损失。由于富国银行的房地产业贷款业务居于领先地位，它被市场认为尤为脆弱。

这种种不测均有可能发生，然而，前两种风险发生的概率较低，甚至，房地产价值一定幅度的下跌也不可能引发管理优良的银行出现重大问题。现在我们做一些算术题：在除去3亿美元的放贷损失之后，富国银行税前盈利超过10亿美元。如果其贷款总额的10%（不仅仅是房地产贷款）在1991年遭遇问题，富国银行会损失30%的资本金（包括了随风而逝的贷款利息），即便如此，富国银行依然能勉强维持盈亏平衡。

像这样一年的悲惨情况，我们认为发生的概率很低，不太可能，这不会让我们感到痛苦。实际上，在伯克希尔，我们愿意收购或投资于那些一年左右没有回报的项目，只要它们将来能在不断增长的权益基础上有20%的净资产回报率。此外，此次加利福尼亚房地产业的灾难很像我们曾经历的新英格兰地区的灾难，它引发富国银行的股价在1990年的数月之内，几乎下跌50%。我们甚至在股价下跌之前，已经买进了一些股票。我们欢迎下跌，因为这可以让我们有机会在新的、恐慌的价格上，买进更多的股票。

在我有生之年，我们年复一年地买入企业，或是整个公司，或是公司的部分，又被称为股票。（如果伯克希尔的董事们能参与我安排好的显灵聚会，可能我做主的时间会更长。）考虑到这些，股价下跌对我们有利，股价上升对我们有害。

导致股价低迷最常见的原因是悲观主义，有时是四处弥漫的，有时是对于一家公司或整个行业。我们喜欢在悲观的环境中做生意，不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢悲观主义带来的价格。对于理性的买家而言，乐观主义才是敌人。

当然，这并不意味着，仅仅因为企业或股票不受欢迎而购买它们，就是正确的行为。这种想法同样也是一种随大流的愚蠢策略。这里所要求的是独立思考，而不是人云亦云。不幸的是，正如英国哲学家伯特兰·罗素（Bertrand Russell）对生活的观察结果，他这段话同样适用于金融界：“大多数人宁愿去死，也不愿意思考。很多人就是这样。”

去年，我们主要投资组合的变化是大幅增加了RJR Nabisco公司的债券。我们首次买入这个债券的时间是1989年下半年。到1990年年底，我们持有这只债券的市值大约为4.4亿美元。（然而，在我写这篇文字时，它的

市值又增加了1.5亿美元。) )

就像买入银行股对于我们而言是非常行为一样，买入低于投资等级的债券也是非常行为。但是，令我们有兴趣的机会，以及规模可以大到对伯克希尔有足够价值影响的机会，还是很罕见的。所以，我们会留意任何种类的投资，只要是我们明白的企业，并相信价格和价值之间的差距巨大。（伍迪·艾伦（Woody Allen）曾在另一个语境中，指出开放思维的优势：“我不明白为什么没有更多的人是双性恋，因为这可以使你在周六晚上约会的机会增加一倍。”）

过去，我们已经成功地买过几次低于投资等级的债券，尽管它们都是些过气的“堕落天使”，原本这些债券是属于投资等级的，但当发行公司举步维艰的时候，这些债券的评级也被降低了。

在投资界，一轮劣质的“堕落天使”式债券的爆发发生在20世纪80年代，它的主角是垃圾债券。与传统债券不一样，垃圾债券在其发行之初的评级就低于投资等级。经过十年的发展，新发行的垃圾债券变得更为垃圾，并且最终可以预见的结果终于发生了——垃圾债券果然不负其名，真的变成了垃圾。20世纪90年代，甚至在经济衰退打击来临之前，金融界的天空变得阴暗郁闷，到处遍布着失败企业。

负债的信徒们向我们保证，这种崩塌不会发生。我们被告知，巨大的负债可以让管理层前所未有地专注工作，就像在汽车方向盘上装一把匕首，可以提高司机的注意力一样。我们承认，这样的提醒方式，固然可以使司机变得更加警觉，但是，这样做的另一个后果将会是致命的，而且是不必要的，如果汽车遇上一个哪怕极小的坑洞或冰裂，都足以导致致命的灾难。商场上到处布满坑洞，一个要求避开所有坑洞的商业计划，本身就是一个灾难。

在格雷厄姆的著作《聪明的投资者》一书的最后一章里，作者强烈反对这种匕首理论：“面对将稳健投资的秘密提炼出来的挑战，我们大胆地说出这句座右铭：安全边际。”在我读到这句话的42年之后，我仍然认为这是无比正确的。有些投资者未能留意这条简单原则传达出来的信息，这导致他们在20世纪90年代初期蒙受了重大损失。

在债务狂热的高峰，资本的结构是编造出来的，注定会失败。在一些案例中，由于发行了太多债务，以至于原本那些运营不错的公司，也无法产出足够的现金去兑现本息。几年前，有一个特别令人震惊的案例，属于那种注定“出生即死亡”的案例，牵涉的是一家成熟电视台——坦帕电视台

（Tampa）收购案，收购方动用了大量负债进行收购，以至于电视台的总营收都无法抵偿负债的利息。即便假设所有的劳力、节目、服务等都是捐赠的，而不是购买的，这样的资本结构也要求营收激增才行，否则这家电视台注定会破产。（许多资助这类收购的债券被卖给了现在已经倒闭的储贷社。作为纳税人，你正在捡起这个愚蠢的标签。）

关键词：貌似安全的“匕首”

所有这些现在看来都似乎是不可能发生的。然而，当这些不良后果发生后，那些推销匕首论的投资银行家们会拿出学院派的学术研究报告称，在过去的多少年里，从低等级的垃圾债券中获得的利息足以补偿其高违约率。因此，笑容满面的推销人员说，一个多元化的低等级的垃圾债券组合产生的净回报，可以高过一个高等级的债券组合。（在金融界，对于过去表现进行统计所产生的“证据”要小心，如果历史书是致富的关键，那么福布斯400的富豪榜单将由图书管理员组成。）

推销员的话在逻辑上是有漏洞的，即便是大学一年级学统计的新生，也会被教育如何识别这种漏洞。这种漏洞在于假设的前提，他们假设新发行的垃圾债券，作为一个整体，其情况与过去低等级“堕落天使”式债券相同，从而用后者的历史违约率，作为对新发行的垃圾债券违约率的推测。（这其中的错误就好比，在琼斯镇惨案喝下酷爱（Kool-Aid）饮料前，你去调查这款饮料的历史死亡率一样。）<sup>[2]</sup>

这两类债券在几个方面当然存在重大不同。对经营者来说，“堕落天使”类债券发行人的管理层几乎会想方设法使债券重新恢复“投资等级”的地位，并朝着这个目标努力。而发行垃圾债券的公司管理层则是完全不同的情况，他们会像海洛因毒品吸食者一样，并不是致力于发现解决负债累累的方法，而是寻找另一次的毒品注射以缓解燃眉之急。此外，“堕落天使”类债券发行人管理层的信托责任感，通常会比垃圾债券发行人管理层的信托责任感成熟得多，尽管情况并非总是如此。

华尔街对两者的这些差别并不关心。通常而言，华尔街对于一个主意的热情并不取决于它的优点，而是取决于它能带来多少利益。这些根本不关心后果的人，他们考虑的只是如何将堆积如山的垃圾债券卖给那些不动脑子的人。市场上，从来不缺这两种人。

垃圾债券依然是一片雷区，即便今天其价格只剩下发行价格的一个零头。正如我们去年所说的那样，我们从来没有买过新发行的垃圾债券。（我们唯一买进垃圾债券的时间在日历表上根本就不存在。）然而，我们

愿意在这片雷区的混乱之中寻找机会。

至于RJR Nabisco债券，我们认为这家公司的信用比人们普遍认识到的好很多。而且，我们获得的利息以及潜在的资本利得，都足以补偿我们承担的风险（尽管远远不是零风险）。RJR已经以合适的价格卖掉了一些资产，令股东权益大幅增加，而且总体而言，公司经营良好。

然而，在我们探索垃圾债券这片雷区时，大多数低等级的债券看起来依然没有吸引力。这些华尔街20世纪80年代的作品甚至比我们想的还要糟糕，很多大型的公司遭受重创。尽管如此，我们会继续不断地在瓦解的垃圾债券市场中寻找机会。

将威斯科公司的方法（一种使每次交易更加富有技巧的、经过深思熟虑的集中投资法）与迈克尔·米尔肯（Michael Milken）多年以来推销垃圾债券的方法相比较，是一件有趣的事。

米尔肯的方式受到很多金融学教授的理论支持，他们认为：

（1）在这个世界上，市场价格是有效的，投资者付出忍受波动的代价而获得额外的收益。（波动就是投资结果的大幅摆动。）

（2）因此，在概率上而言，新发行的垃圾债券在市场上的价格是公平的（意思是以垃圾债券的高利率去覆盖统计上高企的损失预期），并且为波动性风险提供了一些溢价。

（3）所以，比方说，如果储贷社（或其他机构）未经调研，就大量购买米尔肯推销发行的每一只垃圾债券，希望以此达到多元化投资的目的，那么储贷社会将自身置于“注定会获得超过平均水平回报”的赌场老板的位置上。

由这种理论的信徒所掌管的投资机构，通过购买米尔肯的“债券”，本来打算支持这种理论，现在却遭受了浩劫。与理论的推理相反，广泛多元化购买这种“债券”的机构，在大部分案例中，得到的是凄惨的结果。

我们都明白，为什么米尔肯这么做，为了维持一个持久的自我形象，他必须让自己都相信这套理论。但我们如何解释为什么其他人相信，米尔肯在收取了5%的佣金之后，会将“债券”买家放在拉斯维加斯的赌场中？

我们认为原因是这样的，很多愚蠢的买家以及他们的投资顾问，受到了那些超级热爱模型（有效市场理论和现代投资组合理论）的金融教授们

的洗脑培训，当他们忽视其他模型时，便忽略了风险警示。这是典型的“专家”类型的错误。

[1] 2002年，1990年，1990年芒格撰写的致西科（Wesco）股东信，经允许重发。）

[2] 1978年美国发生过一起人民圣殿教集体自杀惨案，该邪教组织在琼斯镇鼓动其成员喝下了掺有毒药的酷爱饮料。——译者注



## C. 零息债券<sup>[1]</sup>

伯克希尔发行过本金总额为9.026亿美元的零息可转换次级债券，该债券目前在纽约证券交易所挂牌。承销商所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）提供了极佳的服务、有益的建议和完美无瑕的执行力。

当然，大多数债券要求定期支付利息，通常半年支付一次。零息债券与此不同，没有利息的支付。零息债券的投资者通过以相对于到期价值的一个很大折扣价买入债券而获得收益。它的有效利率取决于初始的发行价、到期价值，以及发行日到到期日的时间长短。

关键词：“专家”类型的错误

以我们的情况而言，伯克希尔发行的债券为期15年，以到期价值的44.314%的价格发行。对于债券的投资者而言，经过数学计算，这相当于每半年支付一次5.5%的复合利率。因为我们每发行1美元面额的债券，实际收到0.4431美元的现金，我们发行此次债券实际获得的现金总额为4亿美元（这其中已经减去了950万美元的发行费用）。

债券的发行面值为1万美元，并且每张债券可以转换为0.4515股伯克希尔的股票。因为每1万美元面值的购买成本为4431美元，这意味着转换价格为每股9815美元，相对于当时市场的股价具有15%的溢价。伯克希尔公司在1992年9月28日之后的任何时间，可以按照孳息后的价值（最初发行价加上每半年支付的5.5%复利）赎回债券，而且，债券持有人在两个特别的日期——1994年和1999年的9月28日——可以要求公司按照孳息后的价值赎回债券。

在税务方面，伯克希尔每年有5.5%的利息可以用于税务抵扣，尽管我们无须向债券持有人支付任何款项。减少的税务支出对于我们的整体影响是产生正的现金流，这对于我们是非常有益的利好因素。由于一些无法确定的变量因素，我们无法确切计算精确的有效利率，但无论如何，实际的利率都远低于5.5%。与此同时，这在税法上也具有对称效应：任何持有债券的纳税人必须每年按5.5%的利息收入报税，即便他没有收到现金。

无论我们的债券，还是一些其他公司（尤其是洛伊斯保险公司（Loews）和摩托罗拉公司）发行的类似债券，都与近些年来大量发行的其他零息债券有所不同。当然，对于这些零息债券，我们是，并将继续会是直言不讳的批评家。正如我稍后做出的解释，这些债券经常被包装成最

具欺诈性的形式，给投资者带来致命的灾难性后果。在我们着手这个问题之前，让我们穿越回到《圣经》中亚当（夏娃）的时代，那是个苹果还没有被咬的纯真时代。

如果你的年龄和我差不多，你会有机会在二战期间买下第一只零息债券，它就是著名的美国E系列储蓄债券，它是迄今为止销售最为广泛的债券。（战后，整个美国，每两个家庭中就有一个持有这种债券。）当然，没有人将E系列债券称为零息债券，实际上，我怀疑这个术语当时还没有被发明出来。但是，这个E系列债券事实上的确就是零息债券。

这个债券以票面值18.75美元的低价发售，美国政府承诺十年之后以25美元兑付。这实际给了购买者年化2.9%的回报。这在当时是很有吸引力的。2.9%的利率高于当时的政府其他债券利息水平，而且持有者不必承担市场波动的风险，因为，他可以在任何时候以微小的利息损失为代价，将其持有的债券变现。

第二种零息国债是过去十年出现的，既有益，又有用。普通债券存在一个问题，那就是即便它支付一定的利息，比如说10%，债券持有人在债券存续的整体期间，也未必可以实现10%的复利回报。因为为了实现这个复利10%的目标，他必须每半年将收到的票息进行再投资，而这个再投资也必须取得10%的回报。

如果当前的利率，比方说是6%或7%，那么当债券持有人每半年收到利息，进行再投资，到债券到期前日的这一段时间，就无法实现广告上宣传的10%利率。对于退休基金或其他负有长期债务的其他投资者而言，这类“再投资风险”是很严重的问题。

储蓄债券，除了仅向个人发售和面值较小之外，或许已经解决了这个问题。大型买家所需要的是大量这样的“储蓄债券等价物”。

这时，一些聪明的、足智多谋的投资银行家可以派上用场了（我很高兴地说，领头的是所罗门兄弟公司）。他们创造了一种投资工具，将每半年支付一次的息票，从标准的政府债上剥离出来。一旦这种分离完成，每一张息票都具有一个重要的特点——它代表了在未来某个时点上的一笔利息收入。例如，如果你从2010年到期的美国国债中，剥离出来40张半年期息票，你就相当于有了40张零息债券，期限分别从半年到20年，它们中的每一张都可以与其他拥有同样到期日的债券捆绑在一起，并上市流通。

如果当前的利率，比方说是10%，那么，六个月到期的这种息票，债券市场价格就会是其到期价值的95.24%；20年到期的息票，债券市场价格

会是到期价值的14.20%。购买任何到期期限债券的投资者在其持有期间，都可以保证获得10%的年复合回报率。

这种政府债券剥离出来的息票债券近年来大规模流行，它的投资者从退休基金到个人退休账户都有，被认为是高评级零息债券，很好地满足了市场需求。

但正如华尔街上经常发生的情景一样，智者开头，愚者结尾，不管什么好东西到最后都会变质。在过去几年里，零息债券（以及它们的孪生兄弟——付券债券，即PIK债券，这种债券每半年以支付额外债券的方式，替代支付现金利息）大量发行，而且这些发行人永远都是垃圾信用级别。对于这些发行人而言，零息债券（或PIK债券）有一个非常特别的好处：因为原本就是“零息”，所以根本谈不上到期无法偿还的违约。的确，如果当初那些欠发达国家（LDC）的政府在（20世纪）70年代只是发行零息债券，没有发行其他类型的债务，它们现在作为债务人的信用记录应该是完美无瑕的。

零息债券的付息方式形成了这样一条原则：如果你郑重承诺在很长一段时间分文不付，那么在很长一段时间你就不会违约。这条原则在理财顾问式的推销人员和投资银行家为那些摇摆不定的生意进行融资时，能派上用场。但这种融资形式用了很长一段时间才被借款方接受。一些年前，当杠杆收购大行其道的时候，收购方会在一定程度保守估计的基础上进行融资。这种保守的估计就是，只要被收购方的自由现金流（即运营利润加上摊销、折旧，减去正常的资本开支）足以覆盖利息以及适度的债务削减。

但是，随着市场做市商肾上腺激素的大量分泌，杠杆收购行为开始陷入疯狂，大量企业开始被以很高的价格收购，以至于所有的现金流都被用于偿付利息，根本没钱用来减低负债。结果，债务借款的本金偿还问题，就像电影《飘》中的女主人公郝思嘉的著名台词“我们明天再考虑吧”一样。不考虑债务的偿还，这甚至令借贷双方都习以为常，这其中的借出方就是最初垃圾债券的购买方。

关键词：零息债券

至此，债务已经陷入无限再融资、以新还旧的游戏，没人考虑如何偿还的问题。这种变化令人想起卡通片《纽约人》中的场景，一个连连致谢的借款人站起来，握着银行贷款部经理的手，动情地说：“我真不知道如何才能还你们的钱。”

很快，借款人发现，即便以新的、宽松的标准来衡量，也难以忍受约

束，无法达到发行新债的目的。为了诱惑借出方参与更加愚蠢的交易，他们发明了一个令人憎恶的概念——EBDIT，即扣除折旧、利息和税项之前的盈利。他们用这个作为指标，测试一家公司偿还利息的能力。用这种低配的标准，借款人忽视了理论上作为费用发生的折旧——折旧虽然不要求当期的现金支出，但却是一种真实的费用。

这种态度明显是一种妄想。长期以来，95%的美国公司都将大体相近的折旧作为一种必需的资本支出，就像劳动力成本或公用事业成本一样。即便一个高中辍学生也知道，如果借钱买车，他的收入不仅必须足以覆盖借款的利息和汽车的运行成本，还必须覆盖计算出来的真实折旧。如果他在银行借款时大谈EBDIT，他会在一片嘲讽中狼狈而逃。

当然，在任何特定的月份，一家公司可以跨越资本支出，忽略不计，就像一个人可以一天甚至一周不吃饭一样。但是，如果忽略或跨越成为一种常态，并且没有其他补充，那么身体就会衰弱，最终必死无疑。此外，相比于稳定正常的饮食，那种忽起忽落的非常态饮食将会有损器官，损害健康，无论是人体或是公司。从商业的角度，芒格和我喜欢那些无法支付资本支出的竞争对手。

关键词：一个令人憎恶的概念——EBDIT

你或许认为，通过免除一项类似折旧的费用，使一项糟糕的生意变得看似完美，这已经达到了华尔街智谋的极限。如果你这么认为，那说明你没有留意过去几年中发生的事。金融界的推销员们需要发现一种新的方法，以证明高价收购的合理性，否则，他们就会冒失去生意的风险——他们的生意会被那些更具“想象力”的同行抢去。但愿不会如此！

这样，一步一步地发展下来，推销员和他们的投资银行家们声称，EBDIT应该只用来衡量是否可以覆盖现金利息。这意味着，在评估一项交易的可行性时，零息债券或PIK债券上的累计利息可以忽略不计。这种方式不仅将折旧费用丢到置之不理的角落，而且将通常很重要的利息成本的部分也忽略不计了。令人感到可耻的是，很多专业的投资经理竟然也赞同这种愚蠢的行为，反正他们通常只是动用客户的钱参与，而不是自己的钱。（将这种投资经理称为“专业人士”简直是太客气了，应该叫他们“幕后黑手”。）

在这种新规则下，例如说，一家税前盈利1亿美元的公司，现在需要为其负债支付9000万美元的利息，可以发行一笔零息债券或PIK债券，债券的发行会带来每年6000万美元的利息，这些利息可以复利累积，但在几年

内不会到偿还期。这些发行的债券利息一般非常高，这意味着，在第二年可能有9000万美元的现金利息，以及6900万美元的累积记账利息，并且随着复利的计算逐步增加。这种数年前还被限制在小范围内的高利率再借款方案，很快就成为实际上各家大型投资银行使用的金融模型。

发行这些债券时，投资银行家们展示出他们幽默的一面。对于那些他们仅仅是几个月前刚刚听说过的公司，他们能展示出这些公司未来五年甚至更多年份的财务数据、损益表和资产负债表。如果他们向你展示这样的表格，我建议不妨参与其中找找乐子，你可以问问这些投资银行家，要他们制作一份自己公司的未来规划，然后与后来实际发生的情况对比一下。

前一段时间，肯·加尔布雷思（Ken Galbraith）在他幽默、深刻的作品《大崩盘》（The Great Crash）中，创造了一个新经济术语：“盗用”，意指当期已经被挪用贪污却没有被发现的金额。这个金融术语的创造有着魔术般的性质——在没有被发现之前，挪用钱款的人因侵吞而变得富有，而被挪用钱款的人也没有感到贫穷。

加尔布雷思教授敏锐地指出，这笔被盗用的财富应该加到国民财富中，以便我们知晓精神上的国民财富。从逻辑上讲，一个需要感受巨大繁荣的社会，既应该鼓励其公民挪用，又努力避免被发现。通过这种形式，即便没有富有成效的工作付出，“财富”也会膨胀。

这个关于盗用的具有讽刺意味的愚蠢行为，与真实世界中零息债券带来的愚蠢行为相比，简直是小巫见大巫。持有零息债券的交易双方，合约的一方有“收入”，而与之相对应的另一方却没有费用的痛苦。

在我们演示的例子中，一家年盈利只有1亿美元的公司，按说它只能负担起这么多的利息支出，却魔术般地为债券持有者创造出了1.5亿美元的“盈利”。在这个过程中，只要那些大型投资者心甘情愿地披上彼得·潘<sup>[2]</sup>的翅膀，并重复喊“我相信”，那么零息债券可以创造无限的“收入”，没有上限的止境。

华尔街以极大的热情欢迎这种发明，就像不太开化的人保留轮子和耕犁的热情一样。终于，这世间有了一种可以让华尔街不再束缚于企业真实盈利能力，而进行交易的新金融工具。显然，结果是有更多的交易发生：愚蠢的价格总是能吸引卖家。就像政治家杰西·昂鲁（Jesse Unruh）所说的那样：交易是金融的母乳。

对于金融界的推销员和投资银行家而言，零息债券或PIK债券有一个

额外的吸引力：在愚蠢和违约之间的时间流逝可以被拉长。这可不是非同寻常的小利，如果需要最终面对还本付息的时间拉得更长，那些金融推销员就会创造出一系列的交易，并从中获得可观佣金。而此时，那些投资人就像外出探险的鸡群一样，还没有回到鸡窝里。在东窗事发之前，手续费和佣金已经落袋为安了。

关键词：零息债券的额外吸引力

但是，炼金术终究会失败的，无论是冶金上的还是金融上的。一个平庸公司是不可能通过会计的诡计或资本的架构，而成为一家杰出公司的。那些声称会金融炼金术的人可能是变得富有了，他们的富有并不来源于企业的成就，而是那些受人误导、容易轻信的投资人。

无论它们有什么样的缺点，我们应该补充说明，很多零息债券和PIK债券不会违约。实际上，我们也持有一些，并希望如果市场很不景气的话，可以买得更多一些。（但是，我们从来不会考虑购买新发行的、信用等级不足的债券。）没有哪一样金融工具本身是邪恶的，只是其中一些恶作剧变种的危害潜力比其他的大很多。

制作恶作剧的最高荣誉应该归于那些零息债券的发行人，因为他们无法支付当前的利息。对此，我们的建议是：每当一位投资银行家开始大谈EBDIT，或其他什么人创建了一套新的资本结构，无论是需要当前支付的利息，还是累积到后面需要一起支付的利息，他都支付不起，你应该赶快合上你的钱包。反过来，你可以建议这个推销员和他高薪聘请的团队，在零息债券到期足额偿还之前，不准拿走他们的酬金；换言之，只有在这些债券按期兑付后，他们才可以拿钱，这时，再看看他们对这类生意的热情还能持续多久。

我们对于投资银行家的评价听起来似乎很刺耳。但是，芒格和我（以我们无可救药的老派风格）相信，他们应该扮演的是看门人的把关角色，保护投资人远离推销员过度放纵的狂轰滥炸。毕竟，推销员对于佣金的渴望就像酗酒者对于酒精的渴望一样。因此，投资银行家起码应该像一个酒吧里有责任感的服务生，在必要的时候，应该拒绝赚下一杯酒的利润，以免将醉醺醺的酒鬼送上高速公路。不幸的是，近年来，许多大型投资银行都认为服务生的这类道德规范是一项很严重的限制，因为其他很多大胆的从业者，可以更自由地在华尔街的高速路上大行其道，还没有遭遇重大的事故。

接下来是一则令人痛苦的补注：零息债券的愚蠢成本并不会仅仅由直

接的参与者单独承担。一些储贷社曾经是这类债券的大买家，它们的资金来源是联邦储蓄贷款公司（Federal Saving and Loan Insurance Corporation，FSLIC）的保险存款。为了展示辉煌的盈利，这些买家记录了——不是实际收到了——来自零息债券的极高利息收益。很多这类储贷社现在面临巨大的麻烦。如果它们放出的那些贷款都收回的话，那么储贷社的所有者会有利可图。但在很多情况下，这些贷款无法偿还，最终只能由纳税人买单。按照喜剧演员杰克·梅森（Jackie Mason）的说法，这些储贷社的经理们压根就是带着滑雪面具的劫匪。

[1] 1989年。

[2] 这是英国作家詹姆斯·巴里创造的人物，他认为只要相信自己能飞，他就能飞。——译者注



## D. 优先股<sup>[1]</sup>

我们只喜欢与那些我们喜欢的、尊敬的、信任的人打交道。所罗门证券公司的约翰·古特弗罗因德（John Gutfreund），吉列公司的小科尔曼·莫克勒（Colman Mockler, Jr.），美国航空公司的艾德·科洛德尼（Ed Colodny），冠军公司的安迪·西格勒（Andy Sigler），他们肯定都达到了我们的标准。

反之，他们也显示了对于我们的极大信心，在每一个我们以优先股方式参与的案例中，他们都会给予我们无限制的、具有完全转换基础上的投票权，这种安排在公司通常的融资安排中并不多见。实际上，他们相信我们是明智的股东，着眼未来，而不是眼前，正如我们相信他们是明智的经理人，着眼未来，也顾及当下。

如果行业的经济状况阻碍了我们的投资对象的表现，那么，我们已经协商好的优先股结构将只会提供平常的回报。但是，如果它们可以取得与美国经济界同等的表现，我们将会获得合理的、具有吸引力的回报。我们相信吉列公司在科尔曼的领导下，会取得远远超越同行的表现，也相信约翰、艾德和安迪也会干得不错，除非行业状况极其糟糕。

在几乎任何条件下，我们希望这些优先股能收回我们的投资，外加分红。但如果这就是可以得到的全部，那么我们并不满意，因为我们放弃了灵活性，因此或许错失一些十年一遇的重大机会。在这种情况下，在持有优先股期间，我们只能收到分红——典型的优先股对我们并没有吸引力。伯克希尔从自己持有的四只优先股中取得满意回报的唯一途径是，让这些被投资公司的普通股有良好的表现。

如果能让那些被我们投资的公司的普通股有良好的表现，需要优秀的管理层和至少可以忍受的行业状况。我们相信伯克希尔的投资在其中也会发挥积极的影响，而且其他投资者也会在我们购买优先股之后的数年中获得不错的收益。

这种积极的影响来自于一个事实，那就是每一个被我们投资的公司现在拥有了一个重要的、稳定的、有利益关系的股东，这家股东的董事长和副董事长透过伯克希尔公司，已经间接地将自己的身家交给了这些企业。在与被投资公司打交道的过程中，芒格和我们会给予积极支持、冷静分析以及客观公正的建议。我们意识到，与我们一起的CEO们，他们对于自己所处的行业富有经验且非常在行，但是，在一些特定的时候，他们也想做一

些与本行业无关或与过去决策无关的事情，以测试一下自己的思维方式或能力。

作为一组股票，这些可转换优先股所产出的回报，可能不如我们发现的一家具有良好经济前景，又被市场低估的公司所产生的回报；可能也不如我们依照自己的偏好，使用资本去购买一家具有优秀管理层的优秀企业80%或更多股权所产出的回报。但是这两类机会都非常稀少，尤其是考虑到我们目前以及未来预期的财力规模。

总体而言，芒格和我认为，我们的优先股投资可以产生比社会上现存的大多数固定收益投资组合适当高一些的回报，而且在这些被投资的公司中，我们可以扮演虽然不太重要，但富有乐趣的、建设性的角色。

错误往往在决策的时候发生。如果决策愚蠢到了显而易见的程度，我们只能颁发自己“今日头条错误大奖”。以此来衡量，1994年这个奖项金牌的争夺异常激烈。这里，让我告诉你，下面我描述的错误是芒格犯的。但是，每当我这样说的时候，我的鼻子就开始变长。

关键词：我们犯过的错

获得今天提名的是.....

1993年下半年，我以63美元/股的价格卖掉了1000万股大都会公司的股票。到1994年年底，它的价格是85.50美元。（对于你们当中，那些希望避免亲自计算损失而感到受伤的人，让我告诉你，这其中的差价是2.225亿美元。）早在1986年，我们曾经以17.25美元购买过大都会的股票，我之前曾告诉过你们，在1978年至1980年期间，以4.30美元的价格卖出过持有的大都会股票<sup>[2]</sup>，并补充说我迷失了方向。现在，我又重复了这样的错误，也许现在是我需要指定监护人的时候了。

令人震惊的是，我在大都会股票上的决策失误只能获得“今日头条错误大奖”的银牌。金牌得主应该归于我在五年前犯下的错误，到1994年完全得到验证。我们花了3.58亿美元购买了美国航空的优先股，9月份它停止支付分红。这个错误属于“非强迫性的错误”，意思是说，在我做出这个投资决定时，既没有人强迫我，也没有人误导我。相反，这个错误是由于草率分析导致的，也是由于买入一种高级证券品种或傲慢的态度导致的。无论是什么原因，错误是巨大的。

在买入美国航空之前，我完全没有关注到一家运输公司会面临的无可避免的困扰——成本高企，而且极难降低。早些年，这些致命的成本问题

几乎没有造成太大困扰。那个时候，航空公司受到价格管制的保护而免于竞争，并且那时机票价格也很高，航空公司可以通过高票价的转嫁方式，吸收消化高昂的成本。

后来，取消价格管制后，局面也没有立刻发生重大变化，低成本的运输公司承载运力太小，这样，高成本的航线在很大程度上，依然可以维持它们已有的票价结构。在这一时期，大部分长期存在的问题虽然没有显现，但已经开始慢慢转移扩散，因此，不可能维持的成本使得航空公司的运营越来越举步维艰。

随着低成本类型航空运输公司运力的扩大，它们的低票价策略渐渐迫使守旧的、高成本的航空公司开始降价。对这些低成本运输公司进行资本注入的时间或许会推迟（就像我们对美国航空公司），但是，经济的基本规律最终还是占了上风。在一个没有价格管制的普通商品型生意中，一家公司必须将成本降低到具有竞争力的水平，否则就会灭亡。这个道理对于你们的董事长来说本该十分显而易见，我却忽视了它。

美国航空公司的CEO塞斯·斯科菲尔德（Seth Schofield）一直勤勉工作，以期克服公司的历史成本问题，但时至今日，尚未见成效。部分原因是，他不得不对付一个移动的目标。一些大型航空公司已经获得劳工让步的结果，另一些公司从破产程序中得到了“新建”成本。（正如西南航空公司CEO赫布·凯莱赫（Herb Kelleher）的话：“破产法院已经成为航空公司的疗养胜地。”）此外，这些航空公司的雇员们，他们拿着高于市场水平的合同工资，只要收到的支票能兑现，他们会拒绝任何削减工资的提案。这一点毫无疑问。

在这种困难情况下，美国航空公司仍然取得了一些降低成本的成效，以维持公司的长期生存。但是，还远远谈不上根本性地解决问题。

因此，我们曾经提到我们在美国航空公司的投资到1994年年底，下跌到8950万美元，相当于每一个美元下跌到25美分。这个估值，既反映了我们的优先股具有全部或极大恢复的可能性，另一方面，也反映了最终跌至毫无价值的可能性。无论结局如何，我们都会留心一条投资基本的原则：你不必以失去它的方式，将它找回来。

我们对于美国航空公司投资减记的会计影响非常复杂。在我们的资产负债表上，所有股票按照估计的市值入账。因此，去年的第三季度，我们记录的美国航空公司优先股金额为8950万美元，相当于成本的25%。换言之，在那个时候，我们的净值所反映出来的美国航空公司的价值远远低于

3.58亿美元。

但是，到了第四季度，我们断定这种价格的下滑，以会计术语而言，是“非临时性”的。这种判断要求我们将减记的2.685亿美元记入公司的损益表中。这个数据对于第四季度没有影响，它没有减少我们的资产净值，因为，价值的减少已经记录在资产负债表上。

在美国航空公司即将到来的年度会议上，芒格和我不会再次参选公司的董事会。然而，如果CEO塞斯先生有事咨询我们，我们也会很愿意提供力所能及的帮助。

当维珍航空公司富有的老板理查德·布兰森（Richard Bran-son）被问及“如何成为一名百万富翁”时，他迅速回答：“实际上这没什么秘诀，你开始是一名亿万富翁，然后买一家航空公司。”由于不愿意盲从布兰森的观点，你们的董事长在1989年决定试一下，用3.58亿美元买了美国航空公司9.25%的优先股。

我喜欢并敬佩公司当时的CEO埃德·科洛德尼，到今天也是如此。但是，我对于美国航空公司的分析既肤浅又失当。我被公司长期盈利的运营历史所陶醉，并轻信于高级证券（意指优先股）表面上看起来提供的保护。我忽视了关键的地方：美国航空公司的收入，会逐渐受到结束价格管制所带来的激烈市场竞争的影响，而它的成本结构却依然是管制年代的延续。如果这些未有抑制的成本预示着灾难，那么沿用航空公司过去的记录可能也是。

为了使成本合理化，美国航空公司需要在其劳工合同方面有重大改变。但是，大多数航空公司发现，如果没有实质的破产威胁或实际进入破产程序，改变劳工合同是极其困难的事。美国航空公司也不例外。就在我们买入优先股之后，公司成本和收入之间的不平衡开始呈爆发式增长。在1990年到1994年期间，美国航空公司累计亏损24亿美元，这种业绩几乎将其全部普通股的账面净资产全部抹去。

在这段时间的大部分时候，公司一直按时支付给我们优先股分红，但是1994年分红暂停了。稍后，由于形势看起来模糊不明，我们将投资减记了75%，即8950万美元。此后，在1995年，我曾试图以面值的价格卖出50%的持股。幸运的是，我没有成功。

与我在美国航空公司中的很多错误混合在一起的，有一件做对的事：在做这笔投资时，我们在优先股合同中加上了一条非常条款，规定了“惩罚性分红”，指的是在正常分红率的基础上，如果发生违约，将再加上5%，

可以在任何违约欠款上进行累计。这意味着，如果我们的分红被拖欠两年的话，被拖欠部分的复利将在13.25%~14%之间。

面对这项惩罚性条款，美国航空公司受到刺激，会尽一切努力尽快支付分红。在1996年的下半年，当美国航空扭亏为盈的时候，它的确重新开始支付分红，给了我们4790万美元。我们欠公司CEO史蒂芬·沃尔夫（Stephen Wolf）一个大大的人情，感谢他从公司运营中挤出支付分红的钱。即便如此，美国航空公司的成本问题仍然没有解决，其业绩好转很大程度上得益于行业顺风顺水，实际上是一种景气循环的结果。

无论如何，美国航空公司公开交易的股价告诉我们，我们持有的优先股现在几乎等同它的面值3.58亿美元，差不多就是这样。此外，我们数年以来累计收到的分红是2.405亿美元（包括1997年收到的0.3亿美元。）

在1996年年初，在收到累计分红之前，我曾再次试图卖掉我们的持股，当时大约值3.35亿美元。你们很幸运：我的尝试再次没有成功，未能从胜利的口中虎口夺食。

在另外一个场景中，一位朋友问我：“你这么富有，为什么还这么不聪明呢？”在回顾了我在美国航空公司的糟糕表现之后，你们或许能明白他说的有道理。

在购买美国航空公司时，你们的董事长展现了精妙的“择时”感觉：大举投资美国航空的时候，几乎正好是它遭遇严重危机的时候。（没有人逼着我跳进去，用网球业界的行话说，我犯了一个“非强制性错误”。）公司的困境一方面来自于整个行业的状况，另一方面来自于与皮德蒙特公司（Piedmont）合并后遭遇的困境，这个麻烦我本应该预料到，因为所有航空公司的合并都会带来运营上的混乱。

在很短的时间里，埃德·科洛德尼和塞斯·斯科菲尔德解决了第二个问题——现在这家航空公司的服务表现极佳。但整个行业的问题愈加恶化。自从我们买入之后，航空业的经济状况在以令人惊恐的步伐恶化着，一些航空公司在价格战上的神风敢死队式的策略更是加速了这种恶化。这种所有航空公司都遭遇的价格问题，揭示了一个重要真理：当一个公司销售的是普通商品型产品（或服务）时，它不可能比最为愚蠢的竞争对手聪明多少。

然而，除非整个行业在未来几年不复存在，否则我们在美国航空公司的投资应该没有太大问题。埃德和塞斯果断地在运营方面采取了重大变革，以解决当前的纷乱。即便如此，我们的投资现在的情况比我们买入的

时候还是要危险些。

我们持有的可转换优先股是一种相对简单的证券，但我还是要提醒你们，如果过去可以作为未来的引导，你们或许会时不时地读到关于它的不准确的或误导性的陈述。例如去年，几家媒体计算我们持有的优先股的价值等同于其可以转换的普通股的价值。根据他们的逻辑，如果所罗门公司的股票价格是每股22.80美元，我们持有的所罗门公司的优先股只能转换为38美元，相当于面值的60%。但是，在这种推算过程中存在一个小问题，用这种方法，一定会得出这样的结论，所有可转换优先股的价值存在于转换条款中，并且所罗门不可转换的优先股的价值为零，无论它的票息或赎回条款是什么。

你们心中应该牢记的一点是，我们持有的优先股的价值来源于它的固定收入的特征。这意味着，这些证券的价值不可能比那些不可转换证券的价值低，因为它们带有可转换选择权，它们应该更有价值。

1987年到1991年期间，伯克希尔进行了五次以非公开方式投资可转换优先股的案例，现在似乎正是讨论它们的时候了。

我们所购买的每一只优先股，都具有选择权，既可以将其作为固定收入证券，也可以将其转换为普通股。最开始的时候，它们对于我们的价值主要来源于其所具有的固定收入特点，但我们拥有的转换选择权却是一个有趣的东西。

关键词：投资优先股的五个案例

我们投资了3亿美元，以非公开发行的方式参与了美国运通的“Percs<sup>[3]</sup>”发行，这是一种普通股的修订形式，它所具有的固定收入证券的特点，仅仅占了最初价值的一小部分。在我们买进三年之后，这些Percs自动转换为普通股。相比之下，我们购买的其他可转换优先股，只在我们希望转换的时候才可以转换为普通股，这是一个重要区别。

在购买这些可转换证券时，我曾经告诉过你们，我们希望从它们这里获得税后收益，可以“适度”超过我们其他中期固定收入证券的所得。我们的实际情况超过了这个预期，但这仅仅是其中一只优先股的表现优异。我也曾经告诉过你们，这类证券，作为一个整体，这类标的投资“不会产生超越具有优秀经济前景的回报”。不幸的是，这个预言命中了。最后，我还说过“几乎在任何情况下，我们期望这些优先股的投资能返还本金，外加分红。”我希望能收回这句话。虽然，英国前首相温斯顿·丘吉尔曾经说



过：“食言从未让我消化不良。”然而，可以肯定的是，我曾经说过的“我们在优先股上的投资几乎是不可能亏钱的”这句话，让我时时感到因果报偿式的消化不良。

我们最好的持股是吉列，从一开始我们就告诉过你们，这是一家非常优秀的公司。令人讽刺的是，在吉列身上，我犯了一个最大的错误。然而，这个错误属于永远不会显现在财务报表上的那种错误。

在1989年，我们投资6亿美元持有吉列的优先股，后转换为4800万普通股（经拆股调整）。另一个可替代的方式是，我原本可以直接购买6000万的普通股。当时，普通股的价格约为10.50美元，考虑到大型私募所附带的重要限制性条款，我可以至少有5%的折扣。我不能确定如此，可能吉列公司管理层会很高兴伯克希尔选择直接投资普通股。

但是，我远没有那么聪明。取而代之的是，在不到两年的时间里，我们收到了一些额外的分红（优先股和普通股的收益之差）。在这点上，吉列公司相当正确地赎回了优先股，以尽可能快的速度。如果我当初买的是普通股，而不是优先股，我们在1995年年底，在减去“额外”的7000万美元分红之后，会有6.25亿美元，情况会更好一些。

在冠军公司的例子中，该公司有权在去年8月份，以115%的成本价赎回我们持有的优先股，我们希望这个期限能够延迟。在这个例子中，我们行使了转换权，在赎回日期之前全部转换为普通股，并且给予他们适当的折扣。

芒格和我从来没有看好过造纸行业，实际上，我不记得在我54年的投资生涯中，曾经持有纸业公司的普通股。所以，我们在8月份选择在市场上卖出该股，或卖回给公司，让公司回购。我们的冠军公司资本收益率一般，投资六年的税后收益为19%。但是，我们持有的优先股在我们持有期间，却带来了不错的税后分红收益。（这说明，很多媒体夸大了财险公司收到的分红所得的税后收益率，这些媒体没有考虑到1987年生效的新税法，大幅减少了保险公司分红所得的实际收益。）

我们持有的第一帝国银行（First Empire）优先股，在1996年3月31日（可以赎回的最早日期）被赎回。拥有一家管理良好的银行令我们感到轻松自在，我们会将持有的优先股转换为普通股，并继续持有。第一帝国银行的CEO鲍勃·威尔默（Bob Wilmers）是一位杰出的银行家，我们喜欢和他一路同行。

我们另外两只优先股的投资表现令人失望，尽管所罗门的优先股表现



比之可替代的固定收入证券稍强一些，然而，芒格和我在这只持股上所花费的管理时间和精力，大大高于它对于伯克希尔的经济重要程度。可以肯定地说，我从没有想过在60岁的时候从事一个新工作——出任所罗门证券公司的临时董事长，因为，我们早先买的只是一种固定收益证券。

1987年买入所罗门的优先股不久，我曾经写过“对于投资银行的发展方向或未来的盈利能力，我没有特别的洞察力”。现在，甚至最为仁慈的评论员也可以得出结论，我已经证实了这一点。

时至今日，我们转换为所罗门普通股的选择权还没有被证明有何价值。此外，自从我买入所罗门的优先股以来，道琼斯工业指数已经翻了一番；同期，作为它同行的经纪券商类公司表现也不错。这意味着，我所认为的所罗门优先股含有的转换选择权价值，并由此出发做出的决策是糟糕的。尽管如此，这只优先股本身，作为在一定条件下提供固定收益的证券，并在当下有9%的分红，还是具有相当吸引力的。

除非这些优先股都被转换为普通股，否则，它的条款要求，在1995年到1999年期间，每年的10月31日，由公司赎回发行量的20%。到去年，我们原来持有的7亿美元已经有1.4亿美元被赎回。（一些媒体报道称之为“卖掉”，但一些高级证券的到期不是“卖掉”的。）我们在这只可转换的苹果上已经咬了四口，我相信很有可能，我们会发现可转换权的价值。

吉列的普通股和第一帝国银行的普通股（由伯克希尔持有的优先股转换而来），其股价近来大幅上升，与这两家公司的杰出表现相一致。到年底，我们1989年投资在吉列公司上的6亿美元已经上升到48亿美元；我们1991年投资在第一帝国银行上的0.4亿美元，已经上升到2.36亿美元。

同时，我们投资中的两个表现落后者（美国航空和所罗门证券）也有了重大改变。所罗门证券公司最近合并入了旅行家集团（Travelers Group），这笔交易对于那些长期忍受折磨的股东而言，终于算是有了一些奖赏。所有伯克希尔的股东——包括我本人内在——都欠所罗门公司的德里克·莫恩（Deryck Maughan）和鲍勃·德纳姆（Bob Denham）一大笔人情债。

首先，在将所罗门公司从1991年的丑闻毁灭边缘拯救过来的过程中，他们扮演了重要角色。

其次，将公司的活力恢复到一个具有吸引力的水平，使公司能够达成与旅行家集团的合并。

我经常说，希望与那些我喜欢、信任和尊敬的人一起工作，没有谁比他们两个更契合这句话。

伯克希尔对所罗门投资的最终结果可能在一段时间内还不会入账。但可以毫无疑问地说，结果会比我两年前预期的好很多。回顾过去，我认为投资所罗门的经历不仅有些迷乱，而且也具有指导意义。在1991年到1992年期间（我出任所罗门公司董事长），我感觉就像戏剧评论家所说的：“我本来可以好好欣赏这场表演，不幸的是坐错了座位，它面朝着舞台。”

美国航空公司的复苏简直不可思议。那些观察我在这项投资中一举一动的人，应该知道我已经成功完成了一项没有瑕疵的纪录。从一开始，我就买错了；之后，在不断以五折价格甩卖时，我又错了。

与公司显著反弹相一致的，有两个变化：①芒格和我离开了董事会；②斯蒂芬·沃尔夫出任CEO。幸运的是，对于我们而言，第二件是关键，因为斯蒂芬·沃尔夫在航空公司业内的贡献成就卓然，有目共睹。

美国航空公司还有很多事情要做，但生存不再是问题。随后，公司在1997年补偿了拖欠我们的优先股分红，外加导致我们痛苦的额外赔偿。此外，公司的普通股价格从低位的4美元/股，涨到了近期的高位——73美元。

我们持有的优先股已经在3月15日被赎回，但普通股股价的上升使我们收益不小，因为我们使用了优先股上附带的转换权，而在不久之前，我们还认为这种转换权毫无价值。现在几乎可以肯定地说，我们持有的美国航空公司的股票会带来不菲的利润，甚至可以称为暴利，即便考虑到我在此过程中受到的心理煎熬也还是值得的。

下一次，在我犯下重大愚蠢的错误时，伯克希尔的股东应该知道如何应对：给沃尔夫先生打电话。

在投资优先股之外，我们在1991年还投入3亿美元购买了美国运通公司的优先权益赎回累计股票（Percs）。这种证券实质上是一种在头三年可以转换的普通股，我们可以在前三年收到额外的分红，但同期的股价上涨也与我们无关。尽管上有封顶的帽子，这项投资被证明还是很赚钱的，这要感谢你们的董事长，他将运气与技能综合在一起——100%的运气和平衡的技巧。

我们持有的优先权益赎回累计股票在1994年8月份转为普通股，并且，就在那个时候，我反复考虑是否卖出。我们继续持有的一个原因是，美国运

通杰出的CEO哈维·戈卢布（Harvey Golub），他似乎在尽一切努力将公司潜力最大化（坦率地说，这是一种已得到证明的假设）。但是，这种潜力的大小还存在疑问，美国运通公司面临着以VISA公司为领导的大量发卡公司的无情竞争。在权衡各种因素后，我倾向于卖出。

关键词：我如何成了美国运通的大股东

但我实在有走运的地方，就在我做出决定的那个月，我在缅因州的普洛兹奈克与赫兹（Hertz）公司的CEO弗兰克·奥尔森（Frank Olson）一起打高尔夫。他是一位才华横溢的经理人，对于信用卡行业非常熟悉，了如指掌。所以，从第一个发球台开始，我一直询问他关于这个行业的情况。等到我们到第二个洞的果岭时，弗兰克已经让我意识到，美国运通公司的发卡业务具有惊人的特许权。于是，我决定不卖运通了。在折返回来的第九洞时，我已经从潜在卖家变成了买家，几个月后，伯克希尔持有了10%美国运通的股份。

我们现在持有的美国运通已经获利30亿美元，我自然非常感谢弗兰克。但是，我们共同的朋友乔治·吉莱斯派（George Gillespie）说，我搞错了感谢的对象。他说毕竟是他安排了球赛，并且，是他把我分派到了弗兰克的四人打球小组里。

[1] 1989年，1994年，1996年，1990年，1995年，1997年。

[2] 参阅第2章D节：“价值投资”：多余的两个字。

[3] Preference Equity Redemption Cumulative Stocks，优先权益赎回累计股票。一种具有较高分红、为期有限（一般3年）、可转换的优先股。这是当时最为流行的产品，因为它在收益下降的环境中提供了相对较高的收益。

——译者注

## E.衍生品<sup>[1]</sup>

对于金融衍生品以及衍生品交易活动的看法，芒格和我是一致的：我们将其视为定时炸弹，无论是对交易的双方，还是对于整个经济体系。

在阐明这个想法之前，让我从头解释一下衍生品的概念，尽管解释一般都具有泛泛而谈的特点，因为这个词覆盖的范围包括了极为广泛的金融合约。本质上而言，这些工具都要求在未来的某个时点，进行资金的换手，会有一个或多个参考指标决定换手资金的数量，例如利率、股价或汇率。例如，如果你做多或做空标普500，你就成为一个非常简单的衍生品合约的一方，根据标普500指数的涨或跌，你会得到或盈或亏的结果。衍生品合约会有不同的期限（有时会长达20年或更久），而且它们的价值与几个变量相关联。

除非这些衍生品合约有质押担保或附有保证，否则它们的最终价值取决于签约方的履约信誉。同时，尽管交易双方在他们的损益表上记录的或盈或亏的数额通常非常巨大，但实际上在合约到期履行之前，并没有一分钱现金换手。

衍生品合约的种类几乎没有范围限制，完全取决于人类的想象力（或者，有时看起来像是疯子）。例如，当初在安然公司（Enron），就有新闻纸和宽带衍生品合约，即便需要很多年以后才交割结算，但也被放在公司的损益表中。再例如，你打算写一个合约，赌一下2020年内布拉斯加州出生的双胞胎数量。没问题！只要你出一个价格，就一定能找到对手盘。

当我们收购通用再保险公司时，这个集团中有一个从事衍生品交易的子公司——通用再保险证券公司。芒格和我都认为这个证券公司很危险，不想要它。我们打算卖掉它，却没有成功，现在我们正在关闭这家公司。

想关闭衍生品业务说起来容易，做起来难。实际上，再保险行业与衍生品行业很类似，就像地狱，都是进去容易，但几乎不可能出来。在这两个行业里，一旦你签署了合约，就会一直背负着合约，合约涉及支付的绝大部分金额往往发生在数十年之后。的确，有一些方法可以转移风险，但大部分这样的策略依然无法让你免除连带赔偿责任。

再保险行业和衍生品行业的另一个共性是，二者报告的账面盈利通常都被过分夸大了。的确如此，因为，今天的盈利在很大程度上基于假设，这些预估的不准确数字可能在很多年后才会被暴露出来。

错误往往是坦诚的，它是对于一个人承诺的乐观倾向的反映。衍生品合约的双方也有着巨大的动机在账目上做手脚。从事衍生品交易的人所赚取的报酬（全部或部分）取决于按照市场结算的账面“盈利”，而实际上，这个市场并非真实的存在（想想我们之前提到的内布拉斯加双胞胎合约），这样常常最终变成了“按公式结算”。

这种结算方式的替代往往埋下巨大的祸根。通常而言，这些衍生品合约往往涉及多个变量，再加上结算日期的遥远，这都增加了合约双方采用不实假设的机会。例如，在双胞胎的例子中，合约双方很可能使用不同的假设模型，使得双方在各自的账面上都显示出巨额利润的存在，而且这种情况会维持很多年。在极端情况下，这种按公式结算的方式会堕落成我所说的“按神话结算”。

当然，内部和外部的审计师都会审核这些数字，但能看出其中端倪并非易事。举例来说，通用再保险证券公司到2002年底（关闭它的运营10个月之后），还有流落在外的14384件合约，涉及世界各地672个签约方。每一个合约都有一个或若干个参考变量，导致其合约价值波动不已，其中包括一些令人难以置信的复杂情况。要想给这些衍生品合约进行估值，即便是专业的审计师也会莫衷一是，分歧巨大。

估值的问题已经远远超出了学术层面。近些年来，一些大规模的欺诈和类欺诈案都是由衍生品交易引发的。例如，在能源和电力行业，很多公司利用衍生品以及交易活动，在账面上创造出巨额“盈利”，直到它们试图将资产负债表上记录的与衍生品相关的应收账款转变为现金时，才最终东窗事发，根本无法实现。按市场结算真的变成了按神话结算。

我可以肯定地说，在衍生品业务中所犯的 error 不是对称的，它们几乎总是有利于那些眼睛盯着数百万奖金的交易员，或是有利于希望报出引人瞩目“盈利”的CEO（或者两者兼有）。交易员领到了奖金，CEO兑现了他的期权，只有股东们在很久之后，才会发现这些报告的“盈利”都是虚假的。

衍生品的另一个问题是，它可能会使一个存在问题的公司由于原本不相关的因素加剧恶化。这种雪上加霜效应的发生，往往是因为很多衍生品合约要求公司信用等级一旦被调低，立即需要提供更多的担保给合约方。可以想见，一家公司因面临困境而遭到降级，与此同时，衍生品合约要求它立刻提供事先没有想到的、大量的现金作为担保。这种要求会将公司抛入流动性危机，在一些情况下，触发新一轮的降级。这就形成了恶性循环，使得公司最终崩溃。

衍生品还可能造成连锁反应式的风险，因为很多保险公司或再保险公司将它们的风险分散给其他保险公司。在这种情况下，来自于很多合约对象的巨额应收账款随着时间渐渐堆积，参与其中的某个参与者或许认为自己很谨慎，相信它巨大的信用风险已经充分具有多元化分散机制，所以没那么危险。在某些特定的状况下，一个外部事件的发生可能会引起A公司的应收账款发生问题，从而影响B公司，直至影响到Z公司。历史告诉我们，一个引发问题的危机经常是在宁静时刻，由一连串意想不到的事件引发的。

在银行体系中，意识到连锁反应引发的严重问题，是美联储成立的原因之一。在美联储成立之前，一家体质欠佳的银行的倒闭有时会引发突然的、未有预期的流动性需求，这会导致原本健康的银行也出现问题。美联储现在将有问题的银行隔绝起来，以防止问题的蔓延。但是在保险行业或衍生品行业，没有一个类似美联储式的中央银行来防止多米诺骨牌效应的发生。在这些行业中，一些基本面良好的公司很有可能仅仅由于其他公司发生问题而受到拖累。当一个行业存在这种“连锁反应”的威胁时，有必要将彼此这种形式的牵连最小化。这就是我们的再保险公司正在做的事情，这也是我们退出衍生品交易的一个原因。

很多人争辩说，衍生品交易可以降低系统性风险，一些不能承担特定风险的参与者，可以将风险转嫁出去。这些人认为衍生品交易能够稳定经济、促进贸易，对于参与个体可以起到缓冲颠簸的效用。在微观经济层面，他们的说法是对的。的确，在伯克希尔公司，我有时会参与一些大型的衍生品交易，为了一些投资策略得到执行。

然而，芒格和我却认为，从宏观经济层面上看，这是危险的，而且危险有加重的趋势。大量的风险，尤其是信用风险，已经渐渐集中到相对有限的几家衍生品交易商手中，它们彼此交易也极其广泛。这使得如果一家公司出现问题，会迅速传染到另一家，最后，这些交易商会被交易对手拖欠巨款。正如我之前提到过的，这些交易对手彼此关联，只要一个单一事件就会同时引发一系列的麻烦（就像电信行业的崩溃，或民间发电站估值的急剧下降）。当问题突然浮现时，关联可以引发严重的系统性风险。

就像1998年，从事高杠杆衍生品交易的对冲基金——长期资本公司（LTCM），引发美联储的焦虑，事态严重到不得不出手，匆忙安排援救方案。在稍后的国会听证会上，美联储官员坦陈，如果当时他们没有介入，LTCM——这家名声响亮，在公众眼中神秘莫测，仅有数百员工的交易商，将会引发严重的问题，威胁到整个美国市场的稳定。换句话说，美联储之所以介入干预，是因为美联储的领导人担心LTCM的倒下，会引发

其他金融机构的多米诺骨牌效应。尽管这一事件令部分固定收益市场瘫痪数周之久，但远远不是最糟糕的情况。

LTCM经常使用的衍生品工具之一是完全收益掉期业务，这类合约在各种市场中使用100%的杠杆，包括股票。例如，合约的一方A，通常是一家银行，必须投入100%的资金买一只股票；与此同时，合约的另一方B，却可以不投入任何资金，B只需要承诺在未来一个日子，获得或承担A银行所实现的收益或损失即可。

这种完全收益掉期业务在对保证金的要求上开了一个玩笑，竟然可以完全不要保证金。除此之外，其他类型的衍生品业务严重损害了监管部门对于银行、保险公司和其他金融机构使用杠杆的风险组合的监管手段。与此类似，即便富有经验的投资者和分析师，在分析这些涉及衍生业务的金融机构的财务状况时，也是一头雾水，不得要领。当芒格和我阅读大型银行衍生业务长长的说明时，我们唯一能明白的是，我们根本不晓得这些机构到底承担了多少风险。

衍生品业务这个妖怪已经从瓶子里跳了出来，这些工具在以各种形式自我繁衍、蔓延，直到有一天一些事件的爆发，令其危害显现。渗透在电力和燃气行业中的此类业务已经让人们知道了它有多么危险，这些问题的爆发使得衍生品合约的使用大幅减少。然而，衍生品业务在其他行业依然继续蔓延，毫无节制。中央银行和政府部门至今未能找到有效控制途径，甚至监控这些合约造成的风险的机制也没有。

芒格和我认为伯克希尔应该是所有股东、债权人、保险客户和员工最为坚强的财务堡垒。我们试图对重大灾难保持警惕，对大量兴起的长期衍生品合约交易，以及伴随的巨额无抵押应收账款保持谨慎，这种态度可能让我们看起来过于忧虑。但在我们看来，衍生品业务是大规模毁灭性金融武器，其具有的危险，尽管现在仍然是潜在的，但一定是致命的。

很久以前，马克·吐温曾经说过：“一个试图揪着猫尾巴将猫带回家的人，将会学到从其他地方无法获得的教训。”如果他现在还活着的话，或许会尝试一下如何结束衍生品业务。用不了几天，他就会觉得还是选择去揪猫尾巴更好。

去年，在我们退出通用再保险公司的衍生品业务时，税前损失了1.04亿美元。这样，自从我们清理该项业务以来，已经累计损失了4.04亿美元。我们原本在外有23218个衍生品合约，到2005年年初，合约数量已经降至2890个。你或许期望我们的损失就此打住，但是，这个期望注定会落



空，我们现在依然流血不止。上面提到的，去年损失的1.04亿美元，是我们削减741个合约的代价。通用再保险公司建立证券衍生业务这个单位的理由是，为了满足保险客户的需求。

然而，在我们2005年清算的合约中，竟然有一个的期限长达100年！简直难以想象，这样的合约用以满足什么样的“需求”！除非一个具有补偿意识的交易员，在他的账面上有长期的合约需求。长期合约，或者具有多重变量的替代品，极其难以按照市场价结算（这是衍生品交易记账使用的标准程序）。当交易者进行估值时，这给他们留下了极大的“想象”空间。

难怪，交易员们喜欢推销这些衍生品。这是一个源自假设、能带来巨额奖金的生意，但明显充满着危险。当两个交易员执行一项交易，其中涉及数个变量——有时极为深奥，以及为期遥远的结算日期，他们各自代表的公司随后必须对这些合同进行估值，以便计算其盈利。某个特定的合约或许在A公司有一个估值，但在B公司会有另一个估值。我个人对其略知一二，这些估值差别有些很巨大，你可以选择在这种估值差上押注，以获得更高盈利。一张合约的双方都能迅速报告自己是盈利的，这很奇怪。

我之所以每年都细述有关衍生品交易的经历，主要基于两个原因：

一个是让我感觉相当不快的个人原因。严酷的事实是，由于我没有马上采取行动结束通用再保险公司的衍生品交易业务，导致股东们损失了大笔金钱。在收购通用再保险时，芒格和我都知道这是一个麻烦的问题，并且告诉这家公司的管理层，我们打算退出这项业务。

督促执行这一退出计划本是我的职责所在，但我不但没有尽快脱身，还浪费了好几年时间出售这一业务。这一努力注定会失败，因为对于那些将要持续几十年的债务迷宫来说，根本不存在任何真正的解脱之道。

我们为这些合约承担的责任尤其令人不安，因为一旦潜在的问题爆发，后果不堪设想，无法测量。更有甚者，一旦发生严重的问题，我们知道将在金融市场上引发连锁反应。

我想不伤毫发地脱身的努力以失败而告终，与此同时，我们进行了更多的交易。都怪我的优柔寡断犯下大错（芒格称之为吮拇指癖）。当一个问题发生时，无论是个人生活还是商业活动，行动的最佳时机就是马上行动。

关键词：一张双方都盈利的衍生品合约

第二个原因是，之所以一再阐述我们在这一领域遇到的问题，是希望我们的经历能够对经理人、审计师、监管层有所启发。在某种意义上，我们像是一只刚刚从这一商业煤矿坑区逃离出来的金丝雀，在断气的时候，为大家敲响警钟。全球衍生交易合约的数量和价值持续不断攀升，现在已经达到上一次金融危机爆发的1998年的数倍之多。我们的经验尤其应该让大家更加清醒，因为我们的情况要好于平均水平，本来完全可以体面地脱身而去。

另外，据我们所知，公司没有任何人卷入不正当交易行为。对于其他人来说，故事未来的结局可能会完全不同。想象一下，如果一个或者更多的企业（麻烦总会迅速扩散）拥有数倍于我们的头寸，想要在一个混乱的市场上进行平仓，在极端的情况下，面临着巨大的且广为人知的压力，事情会如何发展？对于这种情形，应该在事前而不是事后才充分加以考虑，就像安全撤离新奥尔良的最佳时机，应该是在卡特里娜飓风来临之前。最终将通用再保险证券公司关门大吉之后，我对它的感觉就像一首乡村歌曲中所唱的那样：“我的老婆与我最好的朋友跑了，我还是很怀念我的朋友。”（2006年的致股东信中显示，通用再保险公司的衍生品业务最终关闭。）

我们参与了不同类型的衍生品合约的交易活动。考虑到衍生品大量使用所带来的系统性问题，我们这样的举动看起来有些奇怪。你或许会问：为什么？为什么我们要和这些有潜在毒性的物质鬼混在一起？

答案是，就像股票、债券一样，衍生品有时也会出现价格错得离谱的现象。因此，很多年来，我们有选择性地参与了一些衍生品交易，虽然数量并不多，但有时涉及的金额非常巨大。我们目前手中持有62个衍生品合约，由我本人亲自管理，并且可以肯定，我们的合约方不存在信用风险。到目前为止，这些衍生品交易的结果不错，为我们提供了可观的利润。尽管我们时不时会经历亏损，但整体而言，我们愿意继续参与下去，并打算从这些衍生品的错误标价中获取巨额利润。

衍生品交易是危险的，因为它使用了极大的杠杆率，增加了我们整个金融体系的风险。它几乎让投资者难以理解，在分析我们最大的商业银行和投资银行时无从下手。它使得房利美（Fannie Mac）、房地美（Freddie Mac）这样的巨型公司多年来，进行了巨大的虚假的利润陈述。两房的情况是如此令人困惑，以至于联邦监管机构OFHEO（联邦住房企业监管办公室）的百余名工作人员的日常工作除了监督这两家公司之外，其他什么都不用干了。即便如此，他们也好似彻底地迷失在两房迷宫般复杂的账目里，不得要领。

实际上，最近发生的一些事件证明，一些在大金融公司任职的CEO们（或前CEO们）也没有能力去管理如此庞大而复杂的衍生品生意。芒格和我也在这个倒霉的名单里，1998年收购通用再保险公司时，我们就知道搞不定它与884个对手（其中很多我们闻所未闻）签署的23218个衍生品合约，所以，我们决定不做这生意。尽管我们退出时，在一个温和的市场中运作，没有压力，但还是花了五年时间，损失超过4亿美元，才大致完成了这项任务。离别之际，我们对这类生意的感觉印证了一首乡村民谣的歌词：“在了解你之前，我喜欢你更多。”

更高的“透明度”——这是一个政治家、评论员和金融监管机构最喜欢的良方，以避免未来出现的严重问题，但这个方法对于衍生品引发的问题也无能为力。我还没听说过有什么报告机制，可以较为准确地描述和测量那些由巨额、复杂的衍生品投资组合所带来的风险。审计师无法审计这些合约，监管机构无法进行监管。当我阅读这些公司财报中“信息披露”的10-K部分时，被这些工具弄得头晕，搞不清楚这些投资组合到底是怎么回事（随后，还要吃些阿司匹林缓解一下）。

为了看看监管的有效性，让我们更进一步以房利美和房地美作为案例分析。两房这样的巨型机构是由国会批准成立的，并由国会控制，指令它们什么可以做，什么不可以做。为了利于监管，国会在1992年成立了联邦住房企业监管办公室（OFHEO），告诫这两个巨人要检点自己的行为。由于采取了这样的动作，以我所了解的情况，就配置的监管人力而言，两房是受到监管最为严格的公司。

2003年6月15日，OFHEO将其2002年年度报告（在互联网上可以查到）提交给国会，特别是给在参议院和众议院里的四位老板，他们不是别人，正是萨班斯（Sarbanes）和奥克斯利（Oxley）先生。这份报告包括了自我赞美的醒目标语：“庆祝卓越的十年”。这份报告是在房地美的CEO和CFO不光彩的引咎辞职，以及COO被开除的九天之后提交的。报告中没有提到他们的离开，报告中如同以往一样，包括这样的文字：“两家公司都具有坚强的财务实力，管理完善。”

实际上，两家公司都卷入了大量会计假账。最终，在2006年，OFHEO就房利美所犯下的罪责发布了一份340页措辞严厉的记录报告，或多或少地斥责了每一方的错误，但是，你们能猜到，它没有指责国会和OFHEO。

贝尔斯登公司（Bear Stearns）的垮掉凸显了衍生品合约交易所固有的交易对手问题。我在2002年的年度信件中曾首次指出，这是个定时炸弹。2008年4月3日，纽约联储局能干的总裁提姆·盖特纳（Tim Geithner）解释

了拯救的必要性：“贝尔斯登之前持有大量的衍生品合约，以保护其免遭金融风险，但这种保护措施突然被发现已经不再起作用，这将会引发巨大的市场混乱。贝尔斯登的合约方大力清仓担保品对冲持有仓位，以及在本已脆弱的市场上再复制仓位，这会引发极度的混乱。”美联储的言论是，“我们主动干涉，以避免巨大量级的金融连锁反应。”以我的观点而言，我认为美联储做得对。

一个正常的股票交易或债券交易，通常在几天之内会完成结算过程。交易的双方，一方得到现金，另一方得到证券。对手风险因此很快就会消失，这意味着信用风险是不会累积的。这种迅速结算的流程是维持市场诚信的关键。实际上，这是1995年纽交所和纳斯达克将结算流程从五天缩减为三天的一个原因。

相比之下，衍生品合约的结算经常跨越数年甚至数十年的时间，交易双方相互之间彼此拖欠，累积了巨额的应收、应付款项。这些“纸上”的资产或负债，成为财报的重要组成部分，不但常常难以量化，而且需要很多年才能确认。此外，大型金融机构之间的相互依赖日益构成可怕的纠葛，彼此交错在一起。数以十亿计的应收账款、应付账款渐渐集中到几个大型交易商手中，使得它们以另外的方式拥有了极高的杠杆。

衍生品交易市场中，本打算寻求躲避麻烦的参与者，却成为被殃及的池鱼。

继续将我们的比喻往前推一步，与更多的人发生关联，实际上对大型衍生品交易商有利，因为一旦有事，政府肯定会出手。换句话说，只有那些影响面极大的公司——我不会说出它们的名字——才能成为政府关注的对象（我很悲哀地承认，结果是这样的）。从这个令人恼火的事实中，可以得出这样的结论，对于那些雄心勃勃的CEO，他们累积了大量债务杠杆，以及巨额的高深莫测的衍生品合约账目，这些公司生存的第一法则是：一般的错误无人理会，只有犯下那些令人难以置信的错误才能得到政府的援助（正所谓“大而不倒”）。

[1] 2002年，2005年，2006年，2008年。

## F.外汇和国外权益<sup>[1]</sup>

2002年我们进入外汇市场，这在我生命中是第一次。2003年我们进一步扩大了这方面的投资，因为我持续看空美元。我必须强调的是，预言家的墓地中有一大半躺的都是宏观经济分析师，在伯克希尔我们很少对宏观经济做出预测，我们也很少看到有人可以持续做出准确的预测。

现在以及未来，伯克希尔的大部分资产仍然会以持有美国资产为主。然而近年来，我们国家的贸易赤字，持续强迫全世界其他国家和地区接受美国的债权与资产。曾经一度，外国对于美元资产的兴趣消化了这类供给。但是到了2002年后期，全世界的胃口已经被美元资产填满，使得美元相对于其他货币开始贬值，即便有汇率的变动，也无法有效地解决贸易赤字问题。所以，无论外国投资人是否愿意，他们仍将受到洪水般涌来的美元冲击，任何人都能够想象其结果。然而，它们造成的困扰实际上不止于外汇市场。

身为一名美国人，我衷心希望这个问题能够得到圆满的解决。或许我提出的警告事后很可能证明没有必要，因为我们国家的活力和耐力一再让唱衰美国的人像个傻瓜。不过伯克希尔公司手握数百亿美元的现金等价物资产，均会以美元形式存在。持有一些外汇合约可以部分对冲一下我们的美元仓位，这样我们会感觉比较安心一些。

关键词：美元资产的对冲

截至去年底，伯克希尔总计持有214亿美元的外汇合约，持有的投资组合涉及12种外币。去年我曾说过，这类投资对我们来说也是头一遭。直到2002年3月之前，伯克希尔公司和我本人都从来没有进行过外汇买卖。但越来越多的迹象显示，我们的贸易政策将在以后很多年，对汇率施加不断的压力。有鉴于此，自2002年起，我们开始调整投资方向作为应对（就像老牌喜剧演员W.C.菲尔兹（W.C.Fields）在领取救济品时所说的：“抱歉，小伙子，我的钱全部套牢在外汇上了。”）

有一点大家一定要搞清楚，我们在外汇方面的投资不代表我们质疑美国。我们生活在一个富有的国度，这个体系相当重视市场经济、法制原则和机会平等。我们仍是当今世上最强大的经济体，我们非常幸运生活在这样的国度。

但我们国家的贸易政策终将拖低美元，美元价值的下跌已经非常巨

大，且没有任何好转迹象。如果政策不变，外汇市场的无序情况会继续发生，并会在政治层面和金融层面上产生溢出效应。没有人知道这个问题最终会演变成什么样，但是，问题并非遥不可及，政策制定者应该现在就正视它的存在。然而，他们对此采取的态度可以说是漠视。2000年11月的一项318页的国会研究报告，公布了持续积累的贸易赤字，引起了轩然大波。1999年，赤字已经拉起了警报，达到2630亿美元；去年，这个数字上升到6180亿美元。

应该强调的是，芒格和我相信，真正的贸易，就是与其他国家进行货物和服务的交换，是对交换双方都有着极大好处的。去年，我们这类真正的贸易达到了1.15万亿美元，这类贸易越多越好。但是，请注意，在此之外，我们国家又额外从世界其他国家购买了6180亿美元的产品和服务，这可不是对称的，这个巨额的数字会有严重的后果。

这种单向的不对称贸易，在经济学上总会有补偿的形式，其导致的结果是财富从美国转移到世界其他国家。财富转移的形式有：我们以私人或政府机构的名义开给外国人的借据，或出让股票和房地产的所有权。无论以哪一种形式，结果是美国人拥有自己国家资产的比例逐步下降，与此同时，非美国人持有的比例上升。这种变化以每天18亿美元的速度在推进，自我去年写信给你们之后，又提高了20%。因此，现在其他国家以及外国公民持有美国资产约3万亿美元，而十年前这个数字还微不足道。

提到万亿美元，由于极其巨大，对于绝大多数人没什么感觉。更容易让人搞混的是，“经常账户赤字”（由三个项目组成，目前最为重要的是贸易赤字）和“国家预算赤字”，它们常常像双胞胎一样令人分不清，但它们的成因不同，影响结果也不同。

预算赤字决不会减少国家经济大饼中给美国人的部分。只要其他国家及其公民不持有美国的资产，那么在任何预算情况下，100%的美国产出都属于美国公民，即便我们有巨大的赤字。

就像将美国这个国家比喻为一个物质丰富的富裕“家庭”，所有美国人可以通过立法议员来讨论如何分配国家的产出，如何征税，如何分配国家福利。如果早期的承诺必须被重新审视，那么“家庭成员们”会激烈地辩论，原则是“谁付出、谁受益”，或许会提高税收，或许会修订福利，或许会发行更多公债。但一旦纷争结束，这个家庭的整个大饼并无旁落，仍然属于全体家族成员，只不过分配的比例有所变化而已，没有一块是分给外人的。

但目前巨额的持续的经常账目赤字，改写了整个游戏规则。随着时间推移，来要债的债主会越来越多，我们自己拥有的产出会越来越少。实际上，世界其他国家将会从美国的产出中抽取越来越多的版税。我们就像一个入不敷出的家庭，会慢慢发现，越来越多的工作是为“金融公司”债主打工，能留给自己的部分越来越少。

如果经常账目项下的赤字继续发展下去，那么从今天起的十年之后，其他国家及其公民所拥有的美国资产将达到大约11万亿美元。如果外国投资者能从其持有的资产中获得5%的收益，那么，整个美国每年需要输出5500亿美元的产品和服务给外国人。十年之后，我们的GDP预期能达到18万亿美元（假设低通胀，虽然这个假设远不能确定），到那时，我们美国这个大“家庭”需要将3%的每年产出交给世界其他国家，作为过去放纵挥霍的代价。这种情况可不像预算赤字的情况，这是真正的父债子偿，前人作孽、后人买单。

除非美国人从现在开始大幅度省吃俭用、勤俭度日，并开始持续保持贸易顺差，否则的话，目前每年美国需要支付给世界其他国家的“版税”，将毫无疑问地引发美国政治的不稳定。现在，美国人仍然会过得很不错，因为经济的成长，将来也会过得更好。但一想到需要向外国的债主和所有权人不断地进贡，他们便会很恼火。我在这里必须夸张一点以显示强调，在一个现在强调“所有权社会”的国家里，这种“佃农社会”现象的出现不会令人感到愉快。但这正是我们的贸易政策导致的结果，共和党和民主党都在支持这样的政策。

很多富有声望的美国财经人物，无论是在社会上还是在政府部门里，都一再声明，我们的经常项目赤字无法持续。举例而言，2004年6月29日到30日，美联储公开市场委员会的会议记录显示：“委员会工作同仁已经注意到，超级巨量的外部赤字不可能无限期维持下去。”但是，尽管有重量级人物大声疾呼，他们并没有提出实质性的方案，去解决日益恶化的不平衡。

（16个月前，巴菲特）就曾警告：“温和贬值的美元并不能解决问题。”到目前为止，的确是如此。然而政策制定者继续希望能够“软着陆”，同时，建议其他国家刺激（应该说是“膨胀”）它们的经济，以及美国人民应该提高储蓄。以我的观点看，这些都没有切中要害。除非贸易政策或彻底改弦更张，或美元大幅贬值到足以让金融市场惊天动地的程度，否则，那些根深蒂固的结构性问题仍将继续以其巨大的经常项目赤字困扰美国。

那些维持现状的支持者喜欢引用亚当·斯密的话：“如果每个家庭的做法都正确无误，那么整个国家的方向就错不了。如果外国提供的商品，比



我们自己生产还要便宜，那当然是发挥我们具有优势的生产力，用部分产品去购买它们。”

我同意这个观点。但是，请注意，斯密先生的说法，指的是以物易物的贸易，而不是拿我们国家的财富来做交换，尤其是当我们一年要额外花掉6000亿美元的时候。而且，我肯定，斯密同样也不会赞同他的“家庭”以每天变卖部分农场的方式，来弥补过度消费的缺口。但很不幸，这正是当今最强大的国家——美利坚合众国正在做的事。

换个角度来说，如果美国现在享有的是6000亿美元的贸易顺差，那么，全世界的评论家一定会强烈谴责我们的贸易政策，将之视为“重商主义”——也就是长久以来，为人所诟病的鼓励出口、压抑进口、囤积财富的经济政策。我对这种重商主义的做法也持谴责态度，但事实上，就算不是有意的，世界上其他国家实际上在对美国实行重商主义，觊觎我国丰厚的资产以及良好的信用历史。确实，除了美国，世界上再也没有其他国家可以像我们一样使用几乎无上限的信用。截至目前，大部分的外国投资者还是相当乐观，他们认定我们是花钱如流水的瘾君子，而且是极其富有的瘾君子。

但我们这种挥金如土的行为，不可能无限制地持续下去。虽然很难预估目前的贸易逆差问题什么时间以什么方式解决，但可以肯定的是，绝对不可能依靠美元对其他贸易伙伴货币的大幅升值方式来解决。

我们很希望美国能够提出一套快速、彻底解决贸易逆差的方案。虽然这样做，会使得伯克希尔账上产生大量的外汇交易损失，但由于伯克希尔大部分的资产还是以美元计价的资产，所以，强势的美元以及低通胀的环境非常符合我们的利益。

凯恩斯曾在他的著作《通论》（The General Theory）中提到：“世俗的智慧告诉我们，循规蹈矩的失败，可能比标新立异的成功，更有利于保全名声。”（或者讲得再通俗一点，旅鼠作为一个群体或许被嘲笑，但却没有任何一只旅鼠会挨骂。）也就是说，若是为了面子，芒格和我在外汇上的做法很冒险。但是我们尽心尽力地经营伯克希尔，就像我们是持有公司100%的股权一样，这就是我们不会仅仅持有美元资产的原因。

当我们长期持有股票或债券时，年复一年的价值变动会反映在我们的资产负债表上，但是，只要这些资产没有被出售，它们很少会反映在损益表上。例如，我们在可口可乐上的投资，从最初的10亿美元，到1998年上升到134亿美元，然后下跌到81亿美元，但这些市值的变化并不影响我们的

损益表。然而，长期的外汇仓位是按照每天的汇率变化进行记录，因此汇率的变化在每一期财报中都会反映出来。

从第一次涉足外汇市场以来，我们已经赚了20亿美元。2005年我们减少了一些直接持有外汇的仓位，但通过购买一些以不同货币计价的股票，部分抵消了这种影响，并且赚取了一大把国际上的钱。芒格和我喜欢这种非美元方式的赚钱之道。这很大部分归因于利率的变化，当美国的利率相对于世界其他国家上升时，持有其他外汇就会有显著的负盈利。

相比之下，持有外国的权益，随着时间推移，会创造正盈利，也许会非常显著。影响美国贸易经常项目赤字的因素在继续恶化，看起来没有停止的迹象。不仅是我们的贸易赤字（经常项目中最大的、最熟悉的部分）在2005年创下新高，而且我们可以预见第二大项目——投资收益的平衡很快也会沦为负数。由于外国投资人持有的美国资产（或者可以称为对我们的要求权力）的上升幅度大于美国在海外的投资增速，外国人从其持有的美国资产上的所得，开始超过我们从海外资产上的所得。

最后，经常账目的第三个要素——单边资金转移，总是负数。必须强调的是，美国是非常富裕的，而且会更加富裕。这种情况造成的结果是，存在于美国贸易经常项目下的巨大不平衡或许会持续很长时间，而它对于美国经济或美国市场的不利影响会被忽视。然而，我怀疑这种情况会一直不发作地持续下去。这个问题的最终结果，或是不久之后，以我们主动选择的方法解决问题，或是问题以它自己的不愉快的方式找上门来。

当我们的贸易问题变得更为糟糕的时候，美元持续疲软的可能性继续增大。我强烈地相信，真正的贸易对于我们和世界而言，越多越好。2006年，我们的贸易额大约是1.44万亿美元，相信这是真实的数据。但去年美国也有0.76万亿美元的非贸易额，这个进口金额没有相应的商品或服务。（想一想，评论家们会如何评价这种情况，0.76万亿美元的进口，占GDP的6%，我们却没有相应的出口额。）

进口这么多，却没有出口作为交换，那么，美国必须卖掉一些资产或打欠条给世界其他国家。美国，就像一个富有但放纵挥霍的家庭，一点一点变卖家产以补贴入不敷出的生活。

美国可以继续这么干下去，因为我们是个非常富有的国家，并且在过去显示出非常好的责任感。所以，世界愿意接受我们的债券、房地产、股票和企业。像这样可用于交易的资源，我们还有很多。

然而，这种交易带来的资产转移是会有后遗症的。我在去年所做的关

于挥霍放纵所导致的后果的预言不幸变成了现实：我们国家的“投资收益”账目从1915年以来都是正数，但在2006年由正转负。现在，外国人从其持有的美国资产上获得的回报，已经超过了美国人从其持有的海外资产上所获得的回报。

实际上，我们已经花完了银行账目里的钱，现在以刷信用卡负债度日。就像每一个负债度日的人一样，整个美国现在是为其日益增长的负债支付“反向复利”。

我想强调的是，尽管我们的行为并不明智，美国人从今往后的10年或20年，会比现在过得更好，人均财富还会继续增加。但我们的公民每年会被迫将国民生产的很大一部分输出到国外，以偿还我们今天巨额负债的成本。想一想，你每天工作的一部分被贡献于偿还祖先的过度消费，这恐怕不会令人愉快。我认为，将来总有一天，美国的劳动者和选民会发现这种“贡献”是如此繁重，以至于引发严重的政治后果。这个问题最终将如何解决，无法预测，但是，期待其“软着陆”看起来可能只是一厢情愿的想法。

[1] 2003年，2004年，2005年，2006年。

## G.房屋产权：实践和政策<sup>[1]</sup>

众所周知，美国房屋拥有和房贷政策出现了问题，为此，我们的经济现在付出了巨大的代价。我们所有人都被卷入了这场灾难，政府、被借款人、借款人、媒体、评级机构，凡是你能想到名字的，几乎没有不受影响的。这场愚蠢游戏的核心是，人们通常都认为房屋的价格肯定会随着时间而上升，任何的下降都是可以忽略不计的。这个前提几乎贯穿于任何房屋的交易行为和交易价格中。

每个地方的房屋所有人都会感到更加富有，并通过二次按揭的再融资手段，将其房屋的升值实现“货币化”。透过这种方式，大量的资金涌入经济体，沐浴在消费的狂欢中。在这个持续的过程中，看起来大家都无比快乐。（一个巨大的被忽视的事实是：大批因丧失抵押品赎回权而失去房屋的人们，实际上获得了好处，因为他们早先再融资取得的资金高于他们当初的置业成本。在这些案例中，被驱逐的房主实际上是赢家，输家是那些借出款项的人。）

这里，我将多花一些篇幅说一说克莱顿房屋公司（Clayton）的房贷运营问题，因为这家公司近年来的经验有助于有关房屋和房贷等公共政策的讨论。

克莱顿房屋公司是住宅建筑行业最大的公司，去年一共建造了27499套住宅，大约占整个行业81889套中的34%。在2009年，我们的市场份额会进一步增加，因为行业中的其他公司都陷入严重的困境中。在1998年，整个行业达到顶峰的372843套供给量之后，单位住宅的销售持续下降。

在那些好日子里，整个行业的很多销售行为是糟糕的。此后，我曾经描述这一段时间发生的情况：“那些不该购买房屋的人，借钱买房；那些借钱给别人买房的人，本就不应该借。”

在整个流程开始之初，需要房屋贷款的首付，这是非常重要的，但却常常被忽视，有时甚至卷入造假行为。（销售人员会说：“在我看来，那只猫肯定值2000美元。”如果放贷获批，他会得到3000美元的佣金。）然后，放贷借款人签署了按揭合同，同意每月支付根本还不起的月供，但无所谓，因为他们本来就一无所有。这个故事的后续结果是，这些房贷被华尔街打包（证券化），然后出售给毫无戒心的投资者。这种愚蠢的链条必将以恶果收场，而且事实的确如此。

必须强调的是，克莱顿公司那段时间在自己的贷款业务中，比业内其他公司理智得多。的确，从克莱顿公司发出的房贷资产证券化的投资产品，没有让投资人损失过一分钱的本金或利息。但是，克莱顿公司是个例外，整个行业损失巨大，摇摇欲坠，后遗症一直持续到今天。

这场1997~2000年房贷市场的大溃败，本应该可以对后来的大规模传统房屋市场的发展，起到类似煤矿开采中金丝雀一样的预警作用。但是，无论是投资人、政府部门、评级机构都没有从中汲取任何教训。相反，对这场灾难的怪异反馈是，传统的住宅建筑行业在2004~2007年期间，完全重复了同样的灾难。借贷者将钱借给那些以他们的收入根本还不起钱的人，借款者很愉快地签署这些合同。借贷双方都寄希望于“房价的上升”，以弥补这项“不可能完成的任务”所带来的缺口。就像小说《飘》的女主人公郝思嘉一再重复的：“明天再说吧。”这种恶劣行为带来的苦果，现在依然在我们经济的每个角落里回荡。

然而，在房地产市场崩塌期间，克莱顿公司的198888个房屋贷款人仍然继续正常支付月供，没有给我们造成预期之外的损失。这并非由于我们的贷款人非同寻常的好信用。一个由FICO（通常用于衡量信用风险的标准）提供的评级显示，相对于全国平均的723分，这些人的平均得分为644分，而其中35%低于620分，这部分通常被认为“信用不佳”。很多发生问题的房贷证券化产品，根据FICO的评级衡量，其背后的贷款人信用都还不错。

到了年底的时候，我们持有的源头贷款的债务拖欠率是3.6%，相比2006年的2.9%和2004年2.9%略有上升。（在源头贷款之外，我们还买进了其他金融机构的各式各样的投资组合。）2008年，克莱顿公司源头贷款发生的丧失抵押品赎回权比率为3.0%，相比之下，这项比率在2006年是3.8%，2004年是5.3%。

为什么我们的贷款人，尤其是这些人收入中等、信用一般，能表现如此良好？答案很简单，这个问题可以回去看看借款常识手册《借款须知101》（Lending 101）。我们的贷款人会看一看，由房贷带来的每月月供，是否与其每月实际收入相匹配，而不是“希望收入”，然后再做决定。简而言之，他们考虑了偿还能力而后申请房贷，无论房价如何变化。

同样重要的因素还有，我们的贷款人没有做什么。他们不指望将来以“二按再融资”的方式偿还贷款。他们也没有签署与其收入脱节的、棘手的高利贷。并且，他们也没有设想将来万一还不起房贷时，抛售房子获取利润。这是一群多么可爱的人，吉米·斯图尔特（Jimmy Stewart）一定会爱

死他们。

当然，我们的贷款人中有一些陷入了麻烦。如果灾难发生，他们通常没有一丁点儿储蓄以渡过难关。引发拖欠或丧失房屋赎回权的原因是失业，但死亡、离婚、医疗费用也是引发问题的重要原因。如果失业率上升，就像2009年肯定会这样，更多的克莱顿公司的贷款人会遇到麻烦，由此，我们会有更大的但仍然可控的损失。但是，我们的问题与房价的走势没有太大关系。

关键词：房屋政策的努力目标

关于当前房地产危机的评价，经常忽视一个重要的事实，大多数丧失房屋赎回权的情况并非由于房价低于房贷金额引起的，而是因为贷款人还不起他们曾答应的月供引起的。那些从储蓄中而不是借款支付购房首付的业主们，很少会因房价跌破房贷而放弃他们的第一居所。但是，当他们无法支付月供时，他们会选择放弃。

拥有自己的房屋是件美妙的事情。我的家庭和我享受目前的居所已经有50年了，而且会一直住下去。但是，居住和使用应作为买房时的首要动机，而不应该将购房视作升值盈利或再融资的手段。同时，购房时应该考虑与收入相匹配，量力而行。

当前的房地产崩溃应该让购房者、贷款提供商、经纪人、政府部门学到一些简单的教训，以确保未来的稳定。购买房屋时，至少应该实打实地支付10%的首付款，购房者的收入应该可以轻松负担之后的月供，购房人的收入情况应该被仔细地审核。

居者有其屋，这当然是个美好的愿望，但不应该成为我们国家的首要目标。让购房者能待在他们的房屋里不毁约，才应该是目标。

[1] 2011年，2008年。

## 第4章 普通股投资

恐惧和贪婪，这是资本市场上时不时会爆发的两种具有超级传染性的病症，而且它们会一直存在。这两种病症发病的时间无法预测，由它们引发的市场非理性行为也同样无法预测。无论是其持续时间，还是传染蔓延的程度，均无法预测。因此，我们从不尝试去推测它们何时来，何时去。我们的目标很简单：在别人贪婪的时候恐惧，在别人恐惧的时候贪婪。

在写这封信的时候，华尔街几乎未见恐惧之情。相反，兴奋的情绪四处蔓延。为什么不呢？有什么比置身于一场牛市中更令人兴奋呢？在牛市中，股票持有人可以获得的靓丽回报，这种回报远远超过企业运营的沉闷以及滞后的表现。然而，不幸的是，股票的表现不可能无限期地优于企业本身的表现。

实际上，由于投资者的频繁交易和投资管理的成本，长期而言，投资者作为一个整体的表现不可避免地会低于其拥有的公司的表现。如果美国企业总体上能有大约12%的年化净资产回报率，那么，投资者总体上而言，他们的最终所得一定会少很多。牛市或许会使数学定律黯然失色，但却无法消除它们。<sup>[1]</sup>

关键词：我们的目标

[1] 1986年信件的前言。



## A.交易的祸害：交易成本<sup>[1]</sup>

对于持有伯克希尔股票和其他公司股票的人们而言，过去的岁月是很容易赚钱的好时光。让我们来看一个足够长期的例子，1899年12月31日到1999年12月31日，美国道琼斯指数从66点攀升至11497点，（这个回报看起来很惊人是不是？猜一猜年化回报率是多少？令人吃惊的答案在这封信的结尾。）

这种巨大的升幅来自于很简单的原因：在这一个世纪的时间里，美国的公司干得不错，而投资者搭上了这拨财富繁荣的历史潮流。当今时代，企业界继续保持良好运作，但投资者们却通过一系列的自找麻烦，在很大程度上，降低了自己的投资回报。

为什么会发生这种情况？这种现象的解释可以从一个基本的事实开始。除了一些无足轻重的例外情况，例如由债权人追索公司导致破产，在大多数情况下，股东们从目前到上帝审判日之间获得的整体收益<sup>[2]</sup>，将等同于所持有公司的整体收益。整个大饼，每个股东都有属于自己的那一份。

当然，在现实中，会发生这种情况，通过聪明或幸运的买卖交易，A投资者或许会获取本来属于B投资者的那份收益。此外，在牛市呼啸而来，股价飙升的时候，每个投资者都会感到更加富有。但最终，如果一个投资者打算在高位套现，必须有人在高位接盘才行，这就意味着，想卖高价就必须有人出高价买。如果将一个上市公司的全体股东视为一个整体，事情将会很简单，没有魔术那样炫目和神秘。我们会看到，公司的所有股份只不过在公司不同股东之间换手而已，没有资金来自外部。也就是说，所有股东作为一个整体所获得的财富，不可能多于公司本身所创造的财富。

的确，由于“摩擦”成本的存在，投资者的盈利实际上也少于所持有公司的盈利。我认为，当今时代，这些成本的发生使得现在股东所得远远少于历史上的股东所得。

为了搞清楚这些费用成本是如何越来越多的，让我们假想一下，所有的美国公司都被一个家族所拥有，我们将这个家族称为G（Gotrocks）家族。一年又一年，一代又一代，在这个家族支付了红利税之后，这个家族所持有的公司整体上盈利越来越多。今天，这个盈利数字达到了每年7000

亿美元。自然，这个家族会花掉一些钱，但是，总会有部分盈余被保留，留在公司里继续运营，滚存复利。在G家族里，所有的成员都以同样的速度增加着财富，大家庭的氛围美妙而和谐。

现在，假设一下，来了几个能言会道的家伙找到G家族，他们自称是帮手，劝说每一个家族成员要意识到自己可能比其他家族成员更聪明，这样他们可以从其他亲人手中买入一些股份，或卖出一些股份，从而可以增大自己的那份财富大饼。这些帮手爽快地提供交易经纪服务，因为能赚到手续费。G家族的成员依然拥有整个公司的股份，这些股份的交易仅仅是在家族成员手中重新做了分配。这样，G家族每年所得财富减少了，其所得变成了所有公司盈利减去发生的费用。交易越是频繁，他们的财富大饼就越少，那些帮手就赚得越多。这个事例说明，这些经纪商帮手没有什么好失去的，交易活动是他们的朋友，越频繁越好，他们甚至会想尽各种方法促使其发生。

关键词：产生摩擦成本的四个帮手

过了一段时间后，大多数家族成员意识到这种“占兄弟便宜”的游戏没有实际意义。于是，又来了一群新的帮手，他们解释道：家族的每一个成员并不比另一个更聪明，所以上述做法没有意义。并提供了一个解决方案：“请一个职业的经理人，这样可以更专业化。对，我们就是你们要找的人。”这些经理人帮手继续着之前那些经纪人帮手的游戏，不停地买卖，甚至交易更加疯狂，令经纪人赚得更多。总之，财富大饼的更大部分就这样被分到了这两类家伙的口袋里。

家族成员们的失望情绪在增长，现在他们每一个人都雇了职业经理人团队。然而，整体而言，整个家族的财务情况变得更糟糕了。有没有解决方案？当然有——雇更多的帮手。

接下来，帮手队伍中有了财务规划师和机构顾问，他们的职能是帮助G家族权衡之后，挑选职业经理人。头脑不清的家族很欢迎这项帮助。现在，家族成员们知道，他们既无法挑选正确的股票，也无法挑选正确的股票经理人。有人或许会问，他们怎么能知道自己可以挑选正确的顾问呢？但G家族的人不会提出这个问题，因为，他们的顾问帮手不会让这种情况发生。

现在，G家族负担了三类帮手的费用成本，但他们发现财务情况更加糟糕了，开始陷入绝望。正当他们希望破灭的时候，第四类帮手出现了，我们称之为——超级帮手。这群友好的超级帮手向G家族解释了为什么结

果不令人满意的原因，因为上述三类人——经纪人、经理人、顾问，没有得到足够的激励，仅仅是随便折腾。这些新来的超级帮手提示道：“如果没有激励机制，你们能期望从这帮僵尸身上得到什么呢？”

对此，新来的超级帮手们提出了一个简单而惊人的解决方案：付更多的钱。洋溢着自信的超级帮手们断言：为了战胜他们的亲属，家族的每个成员除了支付刻板的固定费用之外，还要提供巨额的或有奖励，这样才能真正达成目标。

更多的善于观察的G家族成员发现，这些超级帮手们有一些就是先前的第二类人——经理人帮手，只不过他们换了身新制服，衣服上缝着性感的标志，比如对冲基金或私募基金。这些人拍着胸脯保证，换上这身新衣服是很管用的，它赋予了新的魔力，就像《超人》电影里本来温和的克拉克·肯特（Clark Kent），一旦换上他的超人服装后，立马变成超人一样。这个比喻听起来似乎很有道理，于是G家族决定付钱。

接下来，就到了我们今天的结论。本来，如果G家族的成员只是躺在摇椅上，什么都不做，就可以获得所有的盈利，但现在，有相当部分的盈利流进了日益膨胀的帮手大军的口袋里。特别是近来流行的盈利奖励分配制度，使得这类问题愈加突出。当帮手们或是因为聪明，或是因为运气好而取得盈利之时，他们会获得盈利的大部分；当帮手们或是愚蠢，或是运气差（或压根就是欺骗）而导致损失之时，所有的损失以及巨大的固定费用，都留给了家族成员承担。

这种利益的分配，就像抛硬币游戏。抛得正面，盈利时，这些帮手拿走很多盈利；抛得背面，G家族自己背负亏损，并支付不菲的费用以获取参与游戏的特权。根据这种情况，似乎称G家族为傻瓜家族（Hadrocks）更为合适。

实际上，今天，类似上述描述中提到的摩擦成本，已经达到了所有美国公司盈利总和的20%。换言之，支付给各类帮手们的摩擦成本使得美国股市全体投资人只能获得他们本应获得盈利的80%，而如果投资人什么也不做，什么也不听，100%的盈利本来都应该属于他们。

很久以前，艾萨克·牛顿爵士提出了三个运动定律，这是天才的贡献。但牛顿爵士的天才并未延伸到投资领域，他在南海泡沫事件中损失了大笔财富。随后，他总结道：“我能计算出星体的运行，但无法计算出人类的疯狂。”如果不是受这一重大损失的打击，牛顿爵士或许可以发现第四运动定律：投资者的整体回报，随着交易频率的上升而减少。

关于这封信开头部分提到过去100年道琼斯指数回报率的问题，答案是这样的：具体而言，道琼斯在20世纪的100年中，从65.73点上升到11497.12点，相当于年化复合回报率5.3%（当然，投资者在此期间还能收到分红。）在接下来21世纪的100年中，为了达到同样的回报率，道琼斯指数必须——你需要深吸一口气——达到2011011.23点。也就是说，到21世纪末，道琼斯将以200万点收盘，但看看本世纪初的前六年，道琼斯指数几乎原地没动。

关键词：牛顿的第四定律

不出数月，伯克希尔公司的股票将会在纽约证券交易所（NYSE）挂牌。交易所委员会（the Exchange's Board of Governors）通过的，并获得证监会（SEC）监管批准的一个新挂牌法规使得我们的行为成为可能。如果这项新规则获得通过，我们会申请挂牌上市，并相信可以获得批准。

截至目前，纽交所要求每个上市公司必须至少有2000个持有不少于100股的股东人数。这条规则的目的在于维护广大投资者的利益，以及促进有效市场秩序。所有在纽交所上市的公司都以100股的标准作为对应的交易单位，100股称为“一手”（round lots）。

因为伯克希尔公司（1988年）发行在外的总股本较少（共有1146642股），持有不少于100股的股东数量达不到纽交所的规定。伯克希尔股票的价格很高，10股的持股量就已经代表了一大笔投资金额，实际上，10股伯克希尔的股价远远高于任何在纽交所挂牌公司的100股。因此，交易所同意伯克希尔公司以10股为“一手”作为交易单位。

关键词：在纽交所挂牌的意义

纽交所新提议只是将“持有不少于100股的股东数量至少有2000个”的规则改为“持有不少于1手的股东数量至少有2000个”。伯克希尔能轻而易举地满足这个修订后的标准。

伯克希尔的副董事长芒格和我对于公司在纽交所挂牌的前景感到高兴，因为我们相信这一举动将使股东们受益。我们有两个标准用于衡量哪一个市场对于伯克希尔股票最佳。

首先，我们希望公司的股价在一个可以持续反映其内在价值的理性价格上交易。如果能够做到这一点，那么，每一个股东在其持股期间，所得到的结果将会大致与伯克希尔公司的经营成果相一致。

这种结果并不是自动产生、自发完成的。很多公司的股价在严重低估与严重高估之间震荡。在这种情况下，股东们所获得的奖励或惩罚，与其持股期间公司的实际运营成果极其不符。我们的目标是希望我们的持股合伙人所获得的利润来自公司的实际运营成果，而不是其他持股者的愚蠢行为。

无论是现在还是将来，持续的理性股价只能来源于理性的持股人。我们所有的政策和沟通都是为了吸引那些着眼于长期，关注公司本身运营的投资人，而过滤掉那些只关注股价变动的短线买家。到目前为止，我们的尝试是成功的，伯克希尔的股价一直非同寻常地围绕着企业内在价值进行窄幅波动。我们认为在纽交所上市对于我们“希望股价持续以合理价格交易”的目标有积极影响。无论在什么市场上市，股东的优良品质都将产生良好的结果。

活跃股票的交易成本非常高，经常能达到一家上市公司净利润的10%或更多。这实际上是对股东们征收的重税，虽然只是一个人决定“换个位子”，虽然支付的对象是金融机构，而不是华盛顿。在伯克希尔，我们的目标和你们的投资态度使这种“税”大为减少。我们相信，在大型上市公司中，伯克希尔的这项费用是最低的。在纽交所上市之后，伯克希尔股东的成本会通过做市商报价的买卖差价缩小而进一步降低。

最终的结论：你们应该明白，我们并非为了追求伯克希尔股价的最大化而在纽交所上市。我们希望，在相似的经济环境中，伯克希尔在纽交所的股价表现也应该像在场外市场交易一样。在纽交所上市并非你买或卖的原因，它只是降低了你的成本，无论买卖。

[1] 2005年；1988年8月5日信件，1988年重印。

[2] 即所有股东的总收益最终等同于公司存续期的总收益。——译者注

## B.吸引正确的投资者<sup>[1]</sup>

1988年11月29日，伯克希尔公司的股票在纽约证券交易所挂牌。让我来澄清一下在信中没有提到的一点（见上文）：尽管我们公司在纽交所的交易单位是每10股为一手，但可以1股起进行买卖。

正如之前的信件所解释的，我们上市的基本目的是为了减少交易成本，我们相信这个目标已经达到。一般情况下，纽交所里进行买卖之间的差价要小于柜台交易。

亨德森兄弟公司（Henderson Brothers, Inc.）是我们公司股票的指定经纪商，它是纽交所资历最老的，一直持续经营至今的特定经纪公司。该公司的起源可以追溯到1861年9月8日，威廉·托马斯·亨德森（William Thomas Henderson）用500美元购买了交易所的席位（目前，席位的标价大约625000美元）。在54家特定经纪商中，亨德森兄弟公司（HBI）被委托指定交易的数量名列第二位，有83家上市公司被分配给了这家公司。我们很高兴伯克希尔公司被分配给它，并对它的工作表现很满意。该公司的董事长吉姆·马奎尔（Jim Maguire）先生亲自处理伯克希尔股票的交易，我们得到了无与伦比的关怀。

与众多的上市公司相比较，我们的目标可能有两个不同之处。第一，我们不希望伯克希尔的股票价格越高越好。我们只希望股价能以内在价值为中心，窄幅波动即可（我们希望它以合理的速率增长，或许这也有些不合理）。

股价的过分高估或过分低估都令芒格和我感到不安，这两种极端情况的出现，会使得很多股东所获得的结果完全不同于公司本身的运营结果。如果我们的股票价格能持续地如同镜子一样反映企业的价值，那么，在每一个股东持股期间，得到的投资结果将大致会与伯克希尔公司的实际运营结果相一致。

第二，我们希望股票的交易活动少之又少。试想一下，我们与几个合伙人经营一家不大的合伙公司，如果这些合伙人或他们的代理人动不动就想散伙，我们一定会感到失望。今天管理一家上市公司，我们也是同样的感觉。

我们的目标是吸引长期投资者，他们在买入股票之时，并没有卖出的时间表，或卖出的股价目标，他们打算与我们休戚与共，直到永远。对于



那些希望自家股票交易活跃的CEO，我们无法理解，因为交易活跃就意味着公司的股东持续地离去。同样地，在其他一些机构，例如学校、俱乐部、教堂等，有哪一家机构的领导人为成员的离开而欢呼呢？（然而，如果存在这样一种经纪商，他以这些机构的成员流动活动为生计，那么可以肯定，你至少能发现他是这种活动的支持者。正如谚语所言：“基督教这边暂时没什么事发生，或许下周我们应该转到佛教那边去。”）

当然，有些伯克希尔的股东有时会需要或者打算卖出一些股票，这时，我们希望接手的后来者能支付一个好的、公平的价格。因此，我们通过我们的政策、表现和沟通去吸引那些新的投资者，使他们能够懂得我们的运营，明白我们的时间预期，衡量我们就像我们自己衡量自己一样。如果我们能够不断吸引这类投资者作为股东，并且同样重要的是，不断使那些注重短期或怀有不现实预期的人兴趣全无，那么，伯克希尔的股票应该能始终以符合企业价值的合理价格进行交易。<sup>[2]</sup>

<sup>[1]</sup> 1988年。

<sup>[2]</sup> 以下文字来自1989年：在伯克希尔公司挂牌一年之后，我们的特定经纪商亨德森兄弟公司的吉姆·马奎尔先生继续着他的杰出工作。在此之前，我们的市场做市价差达到3%或更多，但吉姆将这个价差维持在50个点或更低，这只相当于目前股价的1%甚至更少。我们的股东从中获益巨大，大大降低了交易成本。由于我们与吉姆、亨德森和纽交所的相处非常愉快，因此，我在纽交所各地的广告中对此大加赞赏。通常，我会极力避免大力的表扬，但对于纽交所的合作，我会非常乐于表示公开的敬意。



## C. 分红政策与股票回购<sup>[1]</sup>

公司通常会向股东报告分红政策，但很少做出解释。一家公司可能会这样说：“我们的分红目标是用公司净利润的40%~50%进行分红，并且至少保持与CPI<sup>[2]</sup>同步上升的速度。”也就是这样，仅此而已，不会有分析说明为什么这种特别方案是公司股东利益的上佳之选。然而，资本配置对于企业和投资经理而言是重中之重。正因为如此，我们认为，公司高管与投资人都应该认真思考，在什么环境下应该保留利润，在什么环境下应该分配利润。

首先要明白的一点是，并不是所有的收益都是在同等的情况下创造的。在很多公司，尤其是那些具有高资产/利润比特征的公司里，通货膨胀会侵蚀财报中显示的部分甚至全部收益。这个会被通胀侵蚀的收益部分，我们称之为“受限定收益”，不能被用于派发红利，以利于公司保持其经济竞争地位。如果这部分受限定收益被用于分红，公司会在如下的一个或若干方面丧失其根基，如维持销量的能力、长期竞争力、财务实力。对于这样的公司，无论其分红率多么保守，持续地派发受限定收益都注定会完蛋，除非有新的资本注入。

受限定收益对于股东而言并非毫无价值可言，但其价值常常会大打折扣。无论这些受限定收益的运用回报潜力如何糟糕，它们还是被公司留存使用。

这种“无论投资回报多么低下，也要用留存收益去干”的例子，在联合爱迪生公司（Consolidated Edison）以一种极其不可思议的讽刺方式体现出来。十年前，一项惩罚性的政策使得公司的股价低到只有其账面值的1/4，也就是说，公司每一美元留存用于再投资，只能转化为0.25美元的市值。

关键词：受限定收益vs. 非限定收益

但是，尽管这是个“黄金变成铅”的过程，公司的大部分收益还是被用于留存再投资，而不是派发给股东。与此同时，在纽约的很多建筑工地和维修工地上，到处能看到该公司骄傲地宣传公司口号：“我们必须挖掘！”（呵呵，挖掘什么？挖掘利润吗？）

在我们讨论分红问题时，关于受限定收益的问题没有必要进一步讨论了。让我们转回更有价值的部分——关于“非限定收益”部分。这部分收益具有同样的可选择性，可以留存在公司，也可以用于分红。至于选择哪一

种，我们认为，管理层应该选择对股东最有利的方式。

但我们的这一建议并未获得广泛的接受。出于一系列原因，管理层喜欢保留那些可以派发给股东的非限定收益，以扩大公司管理的帝国版图，为了手头的财务宽裕，等等。但我们认为只有一个原因才是公司留存利润的有效理由——通过历史证明或经过缜密的前景分析，在未来具有合理回报预期的情况下，才应该保留非限定收益用于企业再投资。也就是我们一直表述的：公司留存的每一美元，要为股东创造至少一美元市值。只有当留存收益作为再投资资本产生的增量收益等于或高于投资者通常可以获得的收益时，这种情况才应该发生。

为了说明上述问题，让我们假设一位投资者持有10%无风险永续债券，该债券具有一个不同寻常的特点。每年，对于10%的票息，这位投资者可以两个选择：①取回10%的现金；②将10%的回报滚存为本金，继续以10%的利率再投资。其他所有条件都一样，例如永续期限、可再投资等。

关键词：债券收益与公司收益的两种处理方式

如果在某年，市场上长期、无风险利率是5%，那么收取现金回报是愚蠢的，因为他本可以继续再投资于利率为10%的债券。在这种情况下，如果这个投资者打算得到现金，他应该将票息转换为债券，然后转手卖出。这样，比之直接取回10%的现金利息，他能够得到更多的现金。假设，所有的债券持有人都是理性的投资者，那么，就不会有人在市场利率为5%的时候选择收取现金票息，即便那些以利息为生的债券持有人也不会这么做。

但是，如果市场利率达到了15%，那么理性投资者将不会再投资于10%的债券，这时他们会选择收取现金票息，即便他根本没有现金需求。反之，如果投资者选择票息再投资，也就是再投入该债券，那么其增持债券的市场价格远远小于他选择得到现金票息。如果他想再多持有10%的债券，就拿着收到的现金票息，直接到市场上买入债券更为划算，因为会有很大的折扣。

在上述假设分析案例中，债券持有人有两种方式处理债券利息——是选择取得现金，还是继续再投资。这与公司如何使用非限定收益的选择——分红还是留存非常类似。当然，在公司层面，这种抉择分析也困难得多，会出错。因为，公司留存收益的再投资之后的回报率具有不确定性，不像债券的利率那样是合同事先约定的。做出投资之后，未来的平均回报到底是如何，只是推测。然而，一旦做出在信息充分情况下的推测，接下

来的分析就简单了：如果再投资能获得高回报，就应该保留收益进行再投资；如果回报低下，就应该分红。

在很多集团公司中，管理层会严谨地遵循上述逻辑，判断子公司是否应该将收益派发给母公司。在这个层面上，管理层的思维方式毫无障碍地像一个聪明的股东一样进行思考。但是，在母公司层面，在决定将母公司利润进行留存还是派发分红时，却又似乎变得不同，母公司管理层经常无法再进入股东角色思考同样的问题。这印证了所谓“旁观者清，当局者迷”。

用这种似乎精神分裂的方式，一家拥有多个不同部门的公司的CEO，会指令只有5%回报预期的子公司A将所有收益进行分红，以便母公司将其投入到具有15%回报预期的子公司B中。CEO商学院中的原则不会允许连这都不如的行为。如果他自己的长期增量资本回报率是5%——市场利率是10%——他可能会遵循历史或业内的惯例，向母公司的股东分红。

此外，作为母公司的CEO，他会要求子公司高管们给出一个详细的分析，说明为什么他们要将收益保留在公司内部，进行再投资，而不是派发给母公司。但轮到他本人，他却很少向母公司的股东们做出类似的分析。

在判断公司管理层是否应该保留收益时，不应该仅仅简单比较最近几年的公司增量收益总额与增量资本总额，因为这两者的关系可能会被公司的核心业务发展所扭曲。

通货膨胀期间，公司里具有超级盈利能力的核心业务可能仅仅需要少量的增量资本推动，却可以取得超额回报（就像去年讨论的商誉部分）<sup>[3]</sup>。但是，除非它们经历了极其巨大的惊人的单位成长，杰出的公司一定会产生大量的富余现金。如果公司将这些收益投在那些回报低下的业务，公司的整体留存资本的表现可能依然会很卓越，因为，核心业务部分的回报非凡。这就像高尔夫比赛中，职业选手和业余选手的混合赛，即便队伍中的业余选手都是没有希望的笨蛋，但整个球队的表现还是不错，因为得分主要来源于其中的职业选手。

关键词：优良业务与平庸业务的区分

很多公司显示出良好的净资产回报率，并且整体增量资本的回报率也不错。但实际上，它们也把很大部分的留存收益投在了一些回报平平，甚至很差的项目上。它们在核心业务方面年复一年的辉煌表现，掩盖了其他方面资产配置失败（通常是由于高价并购一些天生平庸的企业）。公司

管理层不断总结他们从最近失败中所学到的教训，但他们总是在不停地寻找下一个教训，似乎失败根植在其头脑之中，似乎他们生来就是为了寻找失败。

如果公司的留存收益被运用于那些高回报的业务，同时兼顾分红或用于回购股份（可以提高股东在优秀公司中的权益，同时使他们避免平庸企业），这样，股东将会受益良多。持续地将现金从低回报的业务中转到高回报的业务中，管理层应该担负起这样资产配置的责任，无论企业整体的获利能力如何。

在这个讨论中，没有试图讨论每个季度期间，由于盈利或投资机会的不确定性导致的分红变化情况。上市公司的股东们显然希望公司的分红政策具有一贯性、可预测性。因此，股息的支付应该能反映长期的公司盈利与增量资本的回报率。由于公司长期前景不经常变化，分红模式也不应该有太大的变化。随着时间的流逝，管理层留在手中的公司可分配收益应该被证明是明智之举。如果它们的留存是不明智的，那么，管理层也是不明智的。

几家我们投资巨大的公司都进行了股份回购，当其股票价格与价值存在巨大差距的时候。作为股东，我们发现这种行为有两个地方具有鼓舞和奖励作用，其中一个显而易见的，而另一个是微妙的，不那么容易理解。

显而易见的一点涉及到数学问题，以低于每股公司内在价值的价格回购股票，可以即刻显著提升价值。当公司回购自身股票时，会发现以1美元获得2美元很容易。在公司进行对外的并购时，从来没有做得如此之好，在很多令人沮丧的案例中，花出去1美元几乎得不到近乎1美元的价值。

回购股份的另一个好处不那么容易精确地测量，但是随着时间的推移也非常重要。通过股份回购，管理层清楚地证明，他们关心提升股东财富，而不是目无股东，只顾拓展企业帝国版图，以至于干出无益于股东利益甚至损害股东利益的事。看到这些行为，股东以及未来潜在的股东会提升他们对于企业未来回报的信心。这种向上的预期调整，会反过来推动股票的价值更加与内在价值趋于一致，使得股价更为理性。相比一家掌握在自私自利的管理层手中的公司，投资者应该给那些被证明关心股东利益的管理层手中的公司出更高的价。（举一个极端的例子，为了成为罗伯特·威斯克（Robert Vesco）主持的公司的小股东，你愿意出什么价？）

关键词：回购股份的两个好处

在这里，“被证明”是个关键词。当股份回购明显有利于股东利益时，对此视而不见的管理层，暴露了更多的背后玄机。无论他多么经常雄辩地将一些激情公关的词汇挂在嘴边，例如“使股东财富最大化”（本季度的流行语），市场最终会将其掌控的资产打一个正确的折扣。如果他口不应心、表里不一，过一段时间，市场自会以其人之道还治其人之身。

一些股东建议伯克希尔回购股票。通常，这些建议基于理性，但也有一些在逻辑上存在问题。

对于一家公司是否应该回购股票，需要综合考虑两个因素。首先，公司拥有满足日常运营所需之外的、可动用的现金，这包括现金以及合理的借款能力。其次，公司在市场上交易的股价低于保守计算的内在价值。此外，我们附加上一条说明：应该提供给公众股东足够的信息，以帮助其估算公司的真实价值。否则，内部人士就可能利用某些优势，从那些不明真相的合伙人手中攫取利益，他们仅仅出一个零头就获得全部价值。在不多的情况下，我们会发现这种事情的存在。当然，那些欺诈手段通常被用来将股价炒上去，而不是跌下来。

关键词：伯克希尔是否回购股票

我曾经提到过，企业的“需求”有两类：第一，为了维持其竞争地位（例如，赫尔茨伯格钻石公司（Helz-berg's）改造店铺的支出）；第二，是着眼于公司未来成长的可选择性开支，管理层预期每一美元的支出能带来超过一美元的收益（例如，R.C.威利公司将业务扩展到爱达荷州）。

当可用资金超出资金需求时，一家具有成长型导向的公司可以购并新的业务或回购股份。如果一家公司的股票价格远低于其内在价值，通常在这个时候，回购最有意义。20世纪70年代中期，整个市场的情况非常适合进行回购，这种回购的智慧在向管理阶层大声呼唤，但应者寥寥。在大多数情况下，相较于采取其他措施，当时进行股份回购的公司都为股东带来了更多的财富。实际上，我们在70年代（以及之后断断续续的一些年）专门搜寻过那些进行了大规模回购的公司，它们通常都具有双重特质：价值低估，以及具有以股东利益为导向的管理层。

那种日子一去不复返了。现在，股份回购是个流行的时尚，但在我们看来，这些回购行为经常是为了一些不能言说的并不光明正大的原因：推高股价或支撑股价。当然，今天选择卖出股票的股东会从中受益，无论其接手的对家是什么初衷或动机。但是，后面留下的股东会受到这种高价回购行为的惩罚。花1.1美元为1美元买单，对于那些留下的人而言，并非一

笔好买卖。

芒格和我都承认，我们有自信可以评估仅仅一部分交易股权的内在价值，而且是当我们拥有一系列有价值的，而不是伪精确的数字之后。然而，我们看到很多公司在进行回购时过度支付了那些离去的股东，而将代价转嫁给了后面继续留下的股东。在为这些公司辩护时，我必须说，公司的CEO对于自家公司的前景持有乐观态度是很自然的。对于公司整体情况，他们也会比我了解的多得多。但是，我仍然还是忍不住要说，今天太多的市场上的回购活动，与其说是为了提高公司每股价值，不如说是管理层“秀”信心、赶时髦的方式。

有时候，一些公司会说，它们回购股票是为了抵消那些在股价低迷之时授予的、被行使的股票期权。这种“买高卖低”的策略是那些不幸的投资者所采取的，但普通投资者这样做并非有意为之。然而，如果管理层也兴高采烈地这样做，似乎有点违背常理。

当然，授予期权和回购股票，这两者都有道理，但并非二者之间有什么逻辑关联。理性而言，一家公司是否回购股票或发行股票，应该有自己的立场。如果股票的发行是为了满足期权的行使或其他原因，这并不表示股票回购的价格应该高于内在价值。相应地，如果股价大大低于内在价值，应该可以回购，无论股票之前是因为何种原因发行的（或许可能因为期权的行使）。

你们应该注意到，在过去的一些时候，我犯了没有进行回购的错误。这种错误的发生，或是由于我对伯克希尔的估值过分保守，或是由于我过于热衷将资金投资于其他地方。我们因此而错过一些回购的机会，尽管伯克希尔的股票交易量在这些时点非常少，以至于我们无法大规模购买。这意味着，即便回购，也对于我们每股价值的提升作用微乎其微。比方说，以内在价值75折买进一家公司2%的股票，最多能提升0.5%的价值。如果考虑到这笔资金可以运用在其他更能创造价值的地方，那么，回购所带来的价值提升就显得更无足轻重了。

在我们收到的信件中，有一些清楚地表明，写信的人并不关心内在价值，而是希望我们成为推升股价的吹鼓手，利用回购的方式令股价上涨（或不再下跌）。如果这个写信的人打算明天卖掉手中的股票，他的建议很有道理——对他而言！但是，如果他打算继续持有，他应该希望股价下跌才对，这样，我们才能有机会大举买入。这是回购举措唯一有利于存续股东的方式。

除非我们认为伯克希尔的股票价格远低于保守计算的内在价值，否则我们将不会回购股票。我们也不会谈论股价的升跌。（无论是在公共场合还是私下，我从不建议任何人买入或卖出伯克希尔的股票）。取而代之的是，我们给所有股东——以及潜在股东——同样的以价值为导向的信息。就像换位思考一样，如果我们处在股东的位置，我们也希望得到同样的待遇。

近来，伯克希尔的A股价格跌破45000美元/股，我们曾考虑回购。然而，我们决定推迟回购——如果确实选择回购的话——直到股东们有机会阅读到这份报告。如果我们发现回购的确有益，我们不会在纽交所公开出价进行回购，取而代之的是，我们将会回应那些以同样或低于纽交所的市价向我们直接询价的人。如果你希望出价，请让你的经纪人联系马克·米勒德（Mark Millard）先生，电话402-346-1400。如果发生交易，经纪人可以在“第三市场”或纽交所进行记录。如果B股的股价有不低于2%的折扣，我们倾向于回购B股。我们不会参与低于10股A股或50股B股的交易。

请清楚我们的观点：我们永远不会为了阻止伯克希尔股价下跌而进行回购。只有在我们相信回购活动是公司资金具有吸引力的去处之时，我们才会进行。最好，回购行为对于公司股票内在价值未来的成长性的影响微乎其微。

（2011年9月），我们宣布伯克希尔以账面值110%的价格回购股票。仅仅用了两天左右的时间，在股价超出设定的价位之前，我们回购了6700万美元的股票。无论如何，回购股票的行动提醒我，应该专注一下这个主题本身。

芒格和我认为回购的发生应该满足两个条件：首先，一家公司有充足的现金以备运营和流动性之需；其次，股价远低于保守计算的内在价值。

我们目睹了很多回购行为，实际上无法通过第二项条件的测试。当然，有时候这种不合乎规律的行为，并非有意为之，其中有些回购行为也是认真的，因为很多CEO总是习惯地认为自己公司的股价被低估。在另外一些回购案例中，一个不太好的结论似乎是必要的，并不是说一句“回购是为了抵消股票发行带来的稀释影响”，或仅仅因为一家公司有了多余的现金，我们就一定要进行回购。除非回购价格低于内在价值，否则，那些继续留下来的股东就会受到伤害。无论资金是否可以覆盖并购或回购，资本配置的第一准则往往是：在一个价格上你是聪明的，但在另一个价格上你可能是愚蠢的。（J.P.摩根的CEO吉米·戴蒙（Jamie Dimon）是一个在回购股票时，经常强调价格/价值性能比这个指标的人。我推荐你看看他的年度



信件。)

关键词：回购股票的两个条件

对于伯克希尔的股价远低于内在价值的情况，芒格和我怀有复杂的心情。我们愿意为继续留下的股东赚钱，我们也了解自己公司的价值，如果能以X倍的价格获得价值X倍的资产，甚至以0.8X、0.9X倍或更低的价格获得，没有什么比这更注定赚钱的方法了。（正如我们的一位董事所言：“这就像在一只水桶里捞鱼，在水桶里的水被排干之后，鱼儿们只能束手就擒。”）然而，对于那么离开的股东，我们也并不喜欢以折扣的价格从他们那里获取股份，尽管我们的出价会比市场高出些许，如果我们缺席，他们得到的价格会更低。因此，当我们购买的时候，我们希望那些打算离开的股东，具有充分的信息知晓，了解他们出售的资产价值几何。

我们出价110%账面值回购股票，明显地提升了伯克希尔的每股价值。我们买的数量越多，价格越便宜，那么，继续留下的股东就越受益。因此，如果有机会，我们愿意以我们的出价或更低价大规模回购股票。然而，你们要明白，我们无意以此行为去支撑股价；而且，我们的出价也显得乏味平淡，特别是在弱市中。此外，在我们持有的现金等价物低于200亿美元时，我们也不会进行回购。在伯克希尔，财务稳健是毫无疑问的优先考虑。

这个关于回购的讨论给我提供了一个机会，谈论一下很多投资者面对股价变化时的非理性反应。当伯克希尔持有股份的公司进行回购时，我们希望两件事：第一，我们通常希望这家公司在接下来的日子里，经营利润能长期以一个良好速度增长；第二，我们也希望这家公司的股价能长时间地落后于市场。关于第二点的一个推论：对于伯克希尔而言，那种“买了就涨”的股票实际上是有危害的，并不像一些评论家习惯上假设的那样有益。

让我们以IBM作为一个例子。所有的商业观察员都知道，郭士纳（Lou Gerstner）和山姆·帕尔米萨诺（Sam Palmisano）将IBM从20年前的破产边缘挽救回来，赢得今天如日中天的声望。在这个过程中，他们做出了杰出的贡献，他们的运营管理的确卓尔不凡。

但他们的财务管理能力也同样光芒四射，特别是近年来公司财务弹性有了极大的改观。的确，我认为没有哪家大型公司比IBM具有更为出色的财务能力，它极大地提高了股东回报。IBM的财务方法包括：聪明地运用债务，进行增值却不动用现金的并购，积极地回购股票。

今天，IBM的总股本为11.6亿股，我们持有0.639亿股，约占总股本的

5.5%。自然，公司未来五年的表现对我们是至关重要的。但除此之外，IBM打算在未来五年用500亿美元用于回购自身股票。我们来做一个小测验：作为一个长期股东，伯克希尔应该为接下来的什么而欢呼雀跃？

让我来直接告诉你答案。我们应该期望IBM的股价在接下来的五年一直保持低迷。

让我们来做一道数学题。如果IBM的股价在未来保持在平均200美元/股的水平，公司用500亿美元可以回购2.5亿股。那么，总股本会变为9.1亿股，这样，我们的持股比例将提高到7%。反过来，如果股价在未来五年比较高，平均达到300美元/股，IBM用同样的资金可以回购1.67亿股，这样，五年之后，总股本为9.9亿股，我们的持有比例将会是6.5%。

如果IBM在第五年的盈利，比方说，是200亿美元，那么，继续上述的数学题，以低股价回购较之以高股价回购，我们的持股部分按比例所获得的收益将会多出1亿美元。在此之后，较之如果高股价的情况发生，我们的持股将会多出15亿美元的价值。

这中间的逻辑很简单：如果未来你只是买入股票，无论你用自己的资金直接买入，或通过你的公司间接买入，上升的股价只会对你不利。反倒是股价平平对你有利。然而，情感这个东西经常是复杂的：大多数人，包括那些未来只是打算买进的人，看到股价上升会感到舒服。这些股东的心态，就像一个天天开车上下班的人，刚刚加满了当天的汽油后，发现油价上升而心怀喜悦一样。

芒格和我并不指望你们中的很多人与我们一样思考，在观察了大量的大众行为之后，我们认为那是不可能的，但我们希望你们了解我们的运算思路。这里，必须承认一个事实：在我早年的时候，也会为股价上升而高兴。直到一天，我读到本·格雷厄姆的《聪明的投资者》一书的第8章，我立刻明白了权衡之道，从此视股价低迷为朋友。读到那本书是我生命中最幸运的时刻。

最后，我们投资IBM的成功与否主要取决于它未来的盈利。但是，第二个重要的因素取决于，公司动用巨额的资金能回购多少股票。如果回购计划最终使得IBM的总股本减少到6390万股的话<sup>[4]</sup>，我将不惜抛弃一贯的节俭名声，给伯克希尔的每一个员工放一个带薪假期。

[1] 1984年，1984年，1999年，2011年。

[2] 消费者价格指数。——译者注

[3] 见第6章 D 节，经济的商誉vs.会计的商誉。

[4] 这意味着，伯克希尔将拥有IBM100%股权。——译者注

## D.拆股与交易活动<sup>[1]</sup>

我们经常被问到，为什么伯克希尔从不进行股票的分拆？这个问题背后的假设是，股票的分拆是有利于股东利益的行为。对此，我们持有不同看法。让我来告诉你为什么。

我们的目标之一，是希望伯克希尔的股价能与其内在商业价值相关联，在一个理性价格范围内交易。（请注意“理性相关”并不是“完全一致”。如果口碑良好的企业在市场上的交易价格也大打折扣的话，那么，伯克希尔可能也有类似的定价。）理性价格的关键在于理性的股东，无论现在还是将来。

如果一家公司的股东以及未来或有潜在买家，被吸引持股的主要原因是基于非理性或情绪化的决定，那么，该公司的股价也会时不时地表现出情绪化的非理性。躁郁症的个性会产生躁郁症的估值。这样的错乱估值，在我们买卖其他公司的股票时会有帮助。但是，论及伯克希尔在股市上的表现，减少这种错乱的发生，符合你我共同的利益。

获得高质量的股东并非易事。阿斯特夫人（Mrs.Astor）可以对进入她圈子的400名精英进行选择，但股票是在市场上自由买卖，任何人都可以自由地进入股东圈子的“俱乐部”，不可能按照智力水平、情绪稳定性、道德敏感性或衣着的可接受程度来进行筛选。因此，股东优选学似乎是一门前途无望的事业。

然而，在很大程度上，如果我们持续地宣传我们的商业和股东哲学（不掺杂其他矛盾的信息），我们感到高质量的股东群体是可以被吸引和维护的。这种自我选择效应发生之后，一切都水到渠成，自然而然。例如，一场音乐活动被广告包装为歌剧，还是包装为摇滚音乐会，自我选择效应可以吸引不同的人群，尽管任何人都可以买票去任何一场活动。

通过我们的政策和沟通——这是我们的“广告”，我们尝试吸引那些理解我们的运营、风格、期望的投资者。（同样重要的是，我们也试图阻止不合适的人。）我们希望的是这样的投资者，他们将自己视为企业的主人，并打算与公司长期相伴。我们希望的是这样的投资者，他们着眼于企业运营的结果，而不是股票的价格。

关键词：如何获得高质量的股东

拥有这些特质的投资者是少数中的少数，但我们却异乎寻常地将他们聚集起来。我相信，公司90%甚至95%的股票被这些人所持有，他们五年之前就持有伯克希尔或蓝带印花公司（Blue Chip）。同时，我推测这些投资者所持有的伯克希尔股票的市值，比他们的第二大持股至少大两倍。在所有市值超过10亿美元，股东人数以千计的上市公司中，让持股者能像公司主人一样思考和行为，在这方面，我们的工作几乎首屈一指，可以拔得头筹。将具有这些特质的股东不断升级，并非易事。

如果我们分拆股份或采取其他关注股价的措施，而不是关注企业价值，那么，势必会引来逊于现有股东的新晋股东。在1300美元/股的价位，能负担得起1股的投资者不多。如果我们实施1股分拆为100股的方案，那么新股的潜在卖家会是更好的股东吗？

持有这种想法的人，以及那些冲着分拆预期而来的买家，毫无疑问将会稀释现有股东群体的质量。持有9张10美元钞票，会比持有1张100美元钞票感到更富有吗？如果用一帮敏感易变，关注数量胜于质量的新股东，来替代我们思维清晰的现有股东，这样会提升我们的股东质量吗？那些因非价值因素买进的人，同样会因非价值因素而卖出。这些人的存在，加剧了股价与企业无关的飘忽不定的动荡。

我们试图避免采取这样的政策，如果它们的存在可能吸引短线股价的投资者。我们会采取那些可以吸引关注企业价值的长期投资者。就像你在充满理性、拥有充分信息的投资市场中，去购买伯克希尔的股票一样，同样，在你需要卖出伯克希尔的股票时，你也值得拥有一个同样的市场环境。我们会为这样的市场存在而努力工作。

关键词：我们为何不拆股

股市上，具有讽刺意味的现象之一是强调所谓的活跃性，使用的术语称之为“市场性”“流动性”。经纪商们为那些换手量巨大的公司大唱赞美诗（他们不能填满你的口袋，但能填满你的耳朵）。但是，投资者应该明白，对于赌场管理员有利的事情未必对客户也有利。过度活跃的股市是企业的扒手。

例如，一个净资产收益率为12%的典型公司，假设它的股票具有非常高的换手率——比方说，每年100%。如果换手以其净资产进行，这家假设公司的股东将支付作为交换所有者权力的成本，合计起来，高达每年净资产的2%。这项活动对于公司的盈利没有任何贡献，同时，意味着其中的1/6损失于交易的“摩擦”成本。（这还没有将期权交易计算在内，否则，摩

擦成本将更高。 )

所有这些构成了一个相当昂贵的音乐椅游戏。试想一下，如果政府部门对企业或投资者者额外征收16.66%的新税种，会引发什么样的痛苦呼号？通过市场的“活跃”，投资者们自我增加了同样的税负。

我们当然知道有一种“做大馅饼”的观点，该观点认为，活跃度可以提高资本配置过程中的理性。我们认为这种观点似是而非，总体而言，过度活跃的资本市场破坏了理性的资本配置，非但不是馅饼放大机，反而是馅饼缩小机。

亚当·斯密认为在一个自由市场中，各种非合谋的行为会被一只无形之手所引导，引导经济最优化的进步。我们的观点是，在赌场一般的市场中，沉不住气的投资管理层扮演了一只无形的脚，不断给向前的经济使绊子，减缓了经济发展。

关键词：摩擦成本是一种税

[1] 1983年。

## E. 股东策略<sup>[1]</sup>

去年年末，伯克希尔的股价向上突破了10000美元/股。有几位股东向我提出，这样高的股价给他们造成了麻烦。他们每年都捐赠出一些股票，但发现对于个人10000美元或以下的捐赠所涉及的税率，与10000美元以上的捐赠税率有所区别。对于不多于10000美元的捐赠，是完全免税的；超出10000美元的捐赠，需要占用捐赠者终身的赠予税和遗产税的免税额度。如果额度用尽，则需要支付赠予税。

对于这个问题，我可以建议三种方式：第一种针对已婚的股东有用。他们可以每年赠予单个接受者的额度是20000美元，只要捐赠者在报税时有其配偶的签字，同意当年的此项捐赠即可。

第二种方式，无论是否结婚，可以做一个有条件的交易。想象一下，例如，伯克希尔的股票是每股12000美元，但有人只希望捐赠10000美元。这样，将股票以2000美元售予被捐赠人。（注意：如果售出价格超过你的税基，超出部分仍然需要纳税。）

最后一种方式，你可以和被捐赠对象一起成立一个合伙企业，以持有的伯克希尔股票作为出资方式，然后，每年将合伙企业一定比例的权益让渡给对方。你可以设定让渡的权益多少，如果价值不多于10000美元，这样也可以免税。

关键词：股票捐赠避税的三种方式

依据惯例，我们需要警告：在捐赠过程中，任何涉及到更加深奥复杂的方式时，请咨询你的税务顾问。

关于股票分拆问题，我们依然保持之前信件中阐述的同样观点。总的来说，我们相信我们的股东政策——包括不分拆股份的政策——已经帮助我们聚集了一批非常优秀的股东，在所有被广泛持有的美国公司的股东中，他们是最棒的。我们股东的思维方式、行为方式都像理性、长期的主人，他们具有像芒格和我一样的企业视角。因此，我们的股价始终能明智地保持在一个与内在价值相关的范围内进行交易。

此外，相对于那些股东人数众多的上市公司，我们相信伯克希尔股票的换手率远不够活跃。交易的摩擦成本——对很多公司股东而言，更大意义上是一种“税”——在伯克希尔实际上是不存在的。（我们的特定经纪商



吉姆·马奎尔的做市技巧有助于保持成本的低廉，这一点毫无疑问。）显然，一次股票分拆不会显著地改变这种情况。但是，由分拆行为招引而来的新股东不会较之目前的股东更优秀，不会是原有股东群体的升级版；相反，我们相信反而可能存在一定程度的退化。

[1] 1992年。

## F.伯克希尔公司的资本重构<sup>[1]</sup>

在股东年会上，我们会要求股东们通过一项伯克希尔资本重构的议案，以设定两类股票。如果计划被采纳，现有的股票将被指定为A类普通股票，此外，公司会发行B类普通股票。

关键词：股份分拆与股东质量

每1股B类股票具有1/30A类股票的权力，除了这些：第一，B类股票只有1/200的A类股投票权（而不是1/30的投票权）；第二，B类股票不能参与伯克希尔公司的股东指定慈善捐赠计划。

当上述资本重构计划完成后，在持有人愿意的任何时候，每1股A类股票可以转换为30股B股。但是，转股的特权不能反向行使，即B类股票不可以转换为A类股票。

我们期望B股在纽交所挂牌，与A股共同交易。为了创造挂牌所必需的股东基础，以及为了B股的流通性，伯克希尔打算进行一次IPO，至少募集1亿美元B股。这次发行将以招股说明书的形式进行。

市场将最终决定B股的价格。不过，B股的价格应该在A类股票价格的1/30附近。

A类股东会发现，他们很容易将1~2股A股转化为B股，用于捐赠目的。此外，如果B股的需求强劲，导致B股的价格哪怕稍微高于1/30的A股价格，都会触发与对冲套利相关的转换。

然而，因为A类股票给予股东完全的投票权，所以其地位高于B股。我们希望大多数股东依然持有A股，巴菲特和芒格的家族计划就是持有A股。只有在需要进行捐赠的时候，我们才转换一些B股。大多数股东将会持有A股的预期表明，A股将会比B股更具流通性。

关键词：伯克希尔的B股

在此次资本重构过程中，的确存在一些权衡折中的考虑。但它们无关B股IPO的集资金额——我们会找到这笔钱的建设性用途，也无关B股的发行价格。当我写下这段话时，A股的价格是36000美元，芒格和我不认为这个股价存在低估。因此，此次发行不会减少现有股份的内在价值。让我更

为坦率地表述一下我们关于估值的想法：伯克希尔的股价正在以芒格和我  
不考虑买进的价格进行交易。

有了B类股票，伯克希尔的确增加了一些成本，包括更多的股东人数  
带来的处理成本。但另外一方面，对于那些希望进行捐赠的人们，有了更  
多的便利。对于希望分拆股份的人，你们获得了一个可以自己动手分拆股  
份的方法。

我们进行此次资本重构，还有其他的原因。例如，应对市场上出现的  
一种理财产品，这是一种收管理费的单位信托，声称能低成本“克隆”伯克  
希尔，并被大力营销。这种理财产品背后的主意并不新鲜：近些年来，不  
止一个人告诉我，他们希望创建一个“完全复制伯克希尔”的投资基金，并  
切分为更低的价格单位以便销售。但是，最近，这些基金的鼓动者听到我  
的意见之后，都打了退堂鼓。

我并不想挫伤人们的积极性，相对于少数人，因为我喜欢为更多的投  
资者服务。如果可能的话，芒格和我喜欢为大众将1000美元变成3000美  
元。这样，当他们直面问题时，会得到一个解决问题的重要答案。

然而，为了迅速达到增长三倍的目标，我们必须迅速地将我们目前430  
亿美元的市值变成1290亿美元（大约相当于美国最大上市公司GE的体  
量）。这个，我们做不到。我们能够做到的最好的希望是，平均而言，每  
五年使伯克希尔每股的内在价值翻一番，即增长一倍，但我们也可能远远  
落后于这个目标。

最后，芒格和我并不关心我们股东拥有伯克希尔股数的多少。我们最  
希望的是，无论大小股东，他们能明了我们的运作，共享我们的目标和长  
期的远景，并了解我们的局限，特别是我们日益庞大的资本基础所造成的  
进一步增长的制约。

那些近来流行的信托产品违背了这些目标。经纪人为了高额的佣金而  
积极进行推销，这些成本都构成了投资者的负担。这样会吸引大量不明事  
理的买家，他们容易被我们过去的辉煌业绩所诱惑，被近年来关于伯克希  
尔和我的宣传所陶醉。结局肯定是：大量投资者注定会失望。

我们的B股是一种小面额的，远比那些克隆伯克希尔的信托好很多的  
产品。通过B股的创造推出，我们希望使那些克隆产品销声匿迹。

无论现在还是将来，伯克希尔的股东需要特别注意一点：尽管我们的  
每股内在价值在过去五年以优异的速度增长，但股价增长得更快。也就是

说，股价的表现已经超越了公司本身的表现。

无论对于伯克希尔还是其他公司，这种股价优于公司表现的现象是注定无法长久存在的。自然而然地，这种现象也会有反过来的时候，即也会存在股价落后于公司表现的现象。尽管股价的波动是股市的特质，但价格波动并不是我们所喜欢的。我们更喜欢的是，伯克希尔的股价可以准确追踪其内在价值。如果能做到这一点，那么，每一个投资者都可以在其持股期间，分享到相应的公司运营成果。

很明显，伯克希尔股价的市场行为可能永远达不到这种理想状态。但是，如果我们现在和未来的股东都能信息充分、心怀企业，并且不被高佣金的销售误导交易决策，我们将会更接近这一理想目标。那时，如果能削弱上述理财信托产品的商业化营销——这正是我们创造B股的原因，我们将会变得更好。

1996年，我们通过所罗门证券公司进行了两次规模不小的新股发行，两次都有其有趣之处。第一次是5月份，我们发行了517500股B类股票，净集资金额为5.65亿美元。就像我之前说过的，我们创造出B类股票，是为了应对那些克隆伯克希尔的单位信托产品的出现。在这个过程中，他们会使用我们过去的、肯定无法重复的业绩，去引诱那些天真的小散户，并收取这些无知的人高昂的费用和佣金。

我相信这类的信托产品很容易就会销售数十亿美元，它一旦成功，就会有大量的跟风者前仆后继。（在证券界，迎合市场的事总有人干，能卖什么就卖什么。）同时，通过信托产品所募集的大量资金，不分青红皂白地蜂拥买入伯克希尔的股票，而股票的供给是固定和有限的，这样最可能的结果是：我们的股票会出现投机性泡沫。至少每一次的股价上跳，都会演化为自我验证，那样，会导致新一拨天真、情绪化的投资者将钱投入信托产品，以买入更多的伯克希尔股票。

对于那些选择变现退出的伯克希尔股东而言，他们会发现这样很不错，因为能乘着这股东风卖个高价，但他们的获利却是建立在接手盘——后续进来的买家虚妄的希望之上的。这样，继续留下的股东将会面临现实的残酷，到那时，伯克希尔将会背负双重负担：成百上千的沮丧的间接股东（也就是信托产品的持有人），以及被玷污了的名声。

B类股票的发行，不仅仅是为了阻止信托产品的发售，也为那些在听到我们发出的警告之后依然有意的投资者提供了低成本的投资方式。为了弱化经纪券商通常在新股发行时的热情——因为新股发行佣金不菲——我

们安排此次发行的佣金费率仅为1.5%，这是我们所见的普通股发行中最低的费率。此外，我们安排此次发行的数量为开放端口，希望以此击退那些典型的新股炒家，他们总是追求由过度宣传和短缺所制造出来的短期股价飙升。

总的说来，我们尽力保证B类股票仅仅被那些眼光长远的投资者所购买。这样的努力基本上是成功的：B类股票挂牌之后的交易量——一个粗略的交易指标——远远低于通常发行的新股。最终，我们增加了40000名股东，相信他们中的大多数不仅了解公司，而且与我们拥有共同的愿景。

在处理这个不同寻常的交易中，所罗门证券公司的工作表现非凡。公司的投资银行家们完全了解我们试图达到的目标，并且完善了新股发行的方方面面，以利于这些目标的实现。如果按照通常的惯例，所罗门公司原本可以赚更多的钱——也许多出十倍。但是，这些参与工作的投资银行家们没有将发行往有利于券商的方向进行调整，相反，他们的主意有悖于所罗门公司的利益，而向着有利于我们目标达成的方向。特里·菲茨杰拉德（Terry Fitzgerald）主持了这个项目，我们非常感谢他所做的工作。

考虑到这种背景，你不会感到吃惊地知道，在那年的稍后，我们再次找特里先生决定发行伯克希尔的票据。这种票据能转换为我们持有的一部分所罗门的股票。在这个项目中，所罗门再次完成了绝对一流的工作，卖出了票面5亿美元的五年期票据，筹集了4.471亿美元。每1000美元的票据可以转换为17.65股股票，并且可以在三年期时连同孳息赎回。考虑到发行时的折扣和1%的票面利息，这个证券将会为持有到期、不转换股票的持有人提供3%的回报率。但是，看起来这些票据很可能在到期之前被转换成股票。如果是这样的话，在转换之前的期间，我们的利息成本大约是1.1%。

近些年来，有很多报道说，芒格和我对所有投资银行的收费感到不满。这是完全不对的。在过去的30年，自我们1967年为收购国民保险公司，而向查理·海德（Charlie Heider）公司开出佣金支票开始，我们已经支付了很多投行费用。我们乐于支付那些与其表现相符、物有所值的费用。在1996年通过所罗门兄弟公司进行的交易中，我们支付的代价更是物有所值。

[1] 1995年，1996年。

## 第5章 兼并与收购

在伯克希尔的所有活动中，最令芒格和我兴奋的事情，就是收购一家具有杰出经济特征的，由那些我们喜欢、信任并尊敬的人管理的企业。这样的收购并非易事，但我们始终在寻找。在搜寻过程中，我们采取的方式就像一个人寻找合适的另一半一样：保持积极、兴趣、开放的心态，但不能着急。

过去，我看到很多急于进行收购的管理层，他们显然是痴迷于儿时曾读过的公主亲吻青蛙的童话故事。人们记住了公主最后的成功，但他们为亲吻蛤蟆型公司付出了高昂的代价，期待着完美转型的愿望最终落空。起初，令人失望的结果仅仅是增强了他们追逐新目标的渴望。（桑塔亚娜（Santayana）曾说：“当你忘却了目标，狂热会让你付出很多倍的努力。”）最终，即便最乐观的管理层也必须面对现实的结果。站在没膝深的、反应迟钝的癞蛤蟆群中，他只能宣布一个昂贵的“重组”费用支出。在这个相当于启蒙计划的公司行为中，CEO得到了教训，但股东们支付了学费。

在我做管理人的早期，我也约见过几只癞蛤蟆，它们是代价并不高昂的约会，我并没有太多的动作。但我得到的结果与那些高价追求癞蛤蟆的人并无不同。我亲吻了它们，但它们一样还是呱呱叫的癞蛤蟆。

经历了几次这样的失败，我最终记住了从一位职业高尔夫球手那里得来的有用建议。（这位职业球手就像参与我游戏的其他人一样，希望保持匿名。）他说：“多练习未必能完美，但多练习能保持恒定。”从那以后，我调整了策略，不再以上等的价格买中等的企业，取而代之的是，以中等的价格买上等的企业。<sup>[1]</sup>

[1] 1992年信件的引文。

## A.错误的动机和高昂的代价<sup>[1]</sup>

正如我们之前所披露的那样，对于投资而言，无论是拥有一个公司的全部股份，还是拥有仅仅一小部分股份，我们都会感觉良好。我们会在每个方向上，继续寻找能投入大量资金的地方。（我们试图避免一些小动作——“如果一些事情不值得做，也就不值得做好。”）我们的保险业务对于流动性的强制制约，要求大量投资于市场可流通证券。

我们收购决策的目标是实现真正经济利益的最大化，而不是管理版图的最大化，或会计报告上数字的最大化。（长期而言，那些看重财报表现，而不是经济实质表现的管理层，常常会在两方面都落空。）

我们并不看重收购所带来的对盈利报告立竿见影的影响，我们宁可以每股X的价格购买优秀T公司10%的股权，也不愿意以2X的价格购买T公司100%的股权。大多数公司的管理层喜欢反过来，而他们的行为并不缺乏借口。

然而，在那些高价收购的案例中，有三个通常不怎么明说的原因，它们或是单独存在，或者综合在一起，都很重要。

（1）企业或机构的领导者们通常不乏非理性的动物精神。他们精力旺盛，渴望激情与挑战。而在伯克希尔，公司脉搏的跳动从不会因即将发生的收购而加快。

（2）大多数企业或机构衡量自己，也被别人所衡量。公司管理层所获报酬的多少以公司的规模为衡量标准，而不是其他标准。（随便问一位名列《财富》500强公司的高管，公司的排名一定是按照销售的规模进行排名。如果按照盈利排名的话，他自己可能都也不知道自己的公司会排在什么位置。）

（3）很多管理层明显过度沉溺于儿时感性的童话故事。在童话里，美丽公主的一个吻可以使困在癞蛤蟆身体里的英俊王子解脱出来。他们由是推之，理所应当认为，通过他们的管理之吻，能使标的公司T的盈利能力发生像癞蛤蟆变身为王子一样的奇迹。

乐观主义是进行收购的根本原因。如果不是基于乐观的看法，为什么A公司（Acquisitor）的股东在本来可以以X价格在市场上直接买进时，却愿意以2X的价格去收购T公司（Target）？



换言之，投资者可以随时在市场上，以现行市价购买癞蛤蟆。如果投资者替代公主，以两倍的价格换取亲吻癞蛤蟆的权力，那么这些亲吻一定更具深藏其中的真正魔力。但根据我们多年的观察，很多亲吻并未带来奇迹。然而，很多管理层的公主们对于自己亲吻的未来潜能依然抱有沉着的自信，即便在公司的后院已经挤满没膝深的、反应迟钝的癞蛤蟆时，依然如此。

关键词：出现高价收购的三个原因

公平地说，我们应该承认有些收购的记录取得了辉煌的成绩，有两大类收购的成就非常突出。

第一类收购涉及的公司，是通过筹划或意外事件，收购那些特别能适应通货膨胀环境的公司。这类被看好的公司必须具备两个特征：

第一，具有容易提价的能力。（即便在产品需求平平，产能并未充分开工的情况下），无惧由于提价导致的市场份额和销售数量的大幅下降。

第二，具有只需要投入小额增量资本，即可容纳业务大量增加（通常是由于通胀原因，而不是真实的增长）的能力。

近几十年来，那些专注于通过上述两个特征的测试而进行的收购，即便能力一般的管理层也取得了优异的结果。然而，同时符合这两个特征的企业非常少，而且收购这些企业的竞争也日趋白热化，已经到了本末倒置的不合算程度。

第二类收购涉及企业界管理明星。这些人能识别出那些伪装成癞蛤蟆的优秀王子，他们具有脱去伪装的能力。我们向这些管理者致敬，如西北实业（Northwest Industries）的本·海涅曼（Ben Heineman），特利丹（Teledyne）的亨利·辛格尔顿（Henry Singleton），国家服务工业公司（National Service Industries）的欧文·扎班（Erwin Zaban），特别是大都会公司的汤姆·墨菲（一个真正“能用一分钱买两分货”的管理人才。他的收购工作基本集中于第一类，而他的运营天才使他成为第二类的领袖。）

关键词：两类杰出的收购

从直接和间接的经验，我们知道这些管理者所取得的成就来之不易，并不常见。（他们也持有同样看法。这些冠军们近年来很少再进行购并的案例了，但他们却常常发现回购自己公司的股份是公司资本最为有效的运用方式。）

不幸的是，你们的董事长在第二类方面不太合格。尽管我们很懂得并专注于第一类型公司的经济特征，我们实际上进行的第一类收购活动也是零星不足的。我们的理念宣传比实际的表现要好。（我们忽视了诺亚法则：重要的是建造方舟，而不是预测大雨。）

偶尔，我们也会试图以便宜的价格购买一些癞蛤蟆，这样做的结果已经记录在过去的报告中。很明显，我们的亲吻没有达到预期的效果。我们与几位王子倒是相处得不错，但在我们收购的时候，他们就已经是王子了。至少，我们的亲吻没有使他们变为癞蛤蟆。最后，我们偶尔还非常成功地购买了部分权益，他们是些看似癞蛤蟆但很容易识别的王子。

1983年，伯克希尔和蓝筹印花公司正在考虑合并。合并将涉及双方公司股票的相互交换，如果这起合并进展顺利，那么对于双方公司股票的估值一定会采取相同的估值方法。在现任管理层主持期间，通过发行伯克希尔或其附属公司的股票，所进行的另一起重要的合并事件是伯克希尔与多元零售公司的合并，时间发生在1978年。

我们发行股票遵循一项简单的基本原则：除非我们取得的内在价值至少与付出的代价相等，否则我们不会发行股票。

这项原则看起来似乎是一条公理。你或许会问，难道有人会为了0.5美元而发行1美元作为交换吗？不幸的是，很多公司的管理层的确一直在这么做。

这些管理层在收购时的第一选择是使用现金或负债。但是，常常遇到CEO们的收购渴望超出现金或负债资源的情况（当然，我是没问题的）。同时，在这种渴望发生之时，公司股票的价格常常远低于其内在价值。这是一个见证真相的时刻。此时此刻，正如著名棒球手约吉·贝拉（Yogi Berra）所说的那样：“只要注视，你就能观察到很多。”对于股东而言，哪一个目标才是管理层真心的追求：是管理版图的扩张，还是股东财富利益的维护？

对于不同目标的选择往往出于一些简单的原因。有些公司在股市上的交易价格常常低于其内在价值，但当一家公司打算整体出售时，在交易谈判中，它一定希望——并经常能做到——得到等同于内在价值的出价，无论是什么形式的货币支付。如果是用现金支付，那么，卖家计算起来非常容易，只要数钱就可以了。如果买家是用股票支付收购，那么卖家的计算也还相对容易：就按照市场上的股价，乘上得到的股数即可。

关键词：我们发行股票的一项基本原则

同时，如果买家的股票在市场上是按照其内在价值流通交易，那么，买家以股票作为现金的替代品进行收购并没有问题。

但是，假设一下，如果买家的股价只是内在价值的一半，情况会怎样？在这种情况下，买家将面临一个不愉快的景象：使用被大大低估的股票去进行收购。

具有讽刺意味的是，如果买家换位思考，变身为卖家，在整体出售公司（即出售100%股票）时，他会谈判争取，并且可能得到完整的、符合内在价值的出售价格。但当买家出售其一部分股票时——这与发行股票进行收购是一回事——却只能得到股市上标出的价格，无法得到更多。

一个不顾一切向前冲的收购方，最终用低估的货币（市场股价）去购买十足估值（谈判价）的财产。在这个过程中，收购方实际上是付出2美元得到1美元。在这种环境下，本来打算以合理价格买入优秀企业演变成了一桩可怕的买卖。因为，你不应该用被估值成铅的金子（甚至是银子），去购买被估值成金子的金子。

然而，如果收购方管理层追求规模和行动的渴望足够强烈，那么，他会为这种毁灭价值的发行新股行为找到充足的理由。那些友好的投行人士也会安抚他，并认为收购行为合理稳妥。（还记得吗：不要问理发师，是否需要理发。）

以股票发行用于收购的管理层，通常会喜欢使用如下的一些理由解释其合理性：

（1）“我们马上要收购的公司在未来将更加值钱。”

大概被卖掉的老公司权益才更值钱。未来的前景隐藏在企业整个估值过程中。如果为收购X而发行价值2X的新股，在双方公司估值都翻番的情况下，这种不平衡依然存在。

（2）“我们必须成长。”

似乎应该问一问，“我们”是谁？对于现有的股东而言，他们面临的现实是，现有企业的估值在发行新股时已经缩水。如果伯克希尔公司明天发行新股去进行并购，那么伯克希尔的商业版图将会包括目前所有的加上新的公司业务。但是，在这个过程中，你所占的那些难得的优秀企业权益份额，例如禧诗糖果、国民保险公司等，会自动减少。

让我们看一个例子，①你的家庭拥有一个120英亩的农庄。②你的邻居有一个60英亩的农庄。你邀请他将其农庄与你的合并在一起，成为你的合作伙伴，这样你可以管理更大的农庄。合并的条件是，你们两个各拥有新农庄50%的权益。③你管理的农庄版图扩大到180英亩，但是无论在农庄面积还是农业收成方面，你家的权益缩水了25%。

那些想花股东的钱去扩大企业版图的管理层，应该考虑去政府部门谋个差事更好。

（3）“我们的股票被低估了，而且我们在此次交易中，已经将股票的比例降至最低。但我们必须给对方股东51%的股票外加49%的现金，这样，一些股东可以得到他们希望的免税交易额度。”

这样的声明实际上是承认减少股票的发行有利于收购方，我们喜欢这样的观点。但是，如果使用100%的发行是对老股东的伤害，那么51%的发行也会造成等比例的伤害。毕竟，如果一只西班牙猎犬损坏了某人的草坪，他一定不愉快，但不会只是因为它是一只西班牙猎犬，不是圣伯纳犬。

在买家与卖家、收购方与被收购方的谈判过程中，卖家的愿望不可能成为买家最佳利益的决定因素。想一想，如果被收购方坚持，以收购方的CEO下课作为合并的条件，将会发生什么情况？但愿这种情况不会发生。

在发行股票用于收购时，有三种方法可以避免发行新股造成的对于老股东的价值破坏。

第一种方式，以真正企业价值对企业价值进行的同等估值的合并，就像伯克希尔与蓝筹印花公司打算进行的合并。这样的合并打算对双方股东一视同仁，使每个股东得到的与其付出的内在价值相一致。达特工业公司（Dart Industries）与卡夫食品公司（Kraft）的合并看起来也属于这类，但它们是不多的例外，这并不是因为收购方不愿意进行这样的交易，而是这么做实在是太难了。

第二种方式出现在收购方公司的股票在市场上的交易价格，等同于或高于其内在价值时。在这种情况下，把股票当作货币进行收购，实际上，提升了收购方公司股东的财富。这类并购在1965～1969年期间发生了很多起。但在1970年之后，这些并购活动的大多数所造成结果是相反的，被收购公司的股东收到了大大膨胀了的货币（通常是由于会计假账和推销技巧造成的），他们在这些交易中损失了财富。

关键词：三种避免价值破坏的方式

近些年来，第二种方式只发生在极少的大型公司身上。这种例外的情況，主要是这些公司具有诱人的前景和增长的业务，使得市场暂时给予的估值等于或高于其内在价值。

第三种方式适用于进行并购的收购方，在完成并购行为之后，回购与先前发行的、用于收购的同等数量的股票。以这种方法，那么，先前以股票对股票的并购，有效地变成了现金对股票的并购。这种回购是修复损失的动作，我们的长期读者一定会准确地猜到，我们更倾向于直接提升股东财富的回购，而不仅仅是修复之前的损失。在橄榄球比赛中，触地得分比取回漏接更令人兴奋。但是，当接球失误已经发生，那么后续的弥补措施也很重要。我们打心眼里推荐这种弥补损失的回购行为，它将糟糕的股票交易变成了公平的现金交易。

在并购过程中，使用的语言措辞往往也会对发行产生干扰，并助长管理层的非理性行为。例如，“稀释”经常被用于计算形式上的账面净资产和当前每股净利润，尤其是对于每股净利润特别强调。当从收购方出发的计算结果是负值（被稀释的）时，那么，一个证明收购合理的解释将会出台（即便不是到处可见，至少是在内部）。解释中会说明，收益曲线会在将来的某个时间交汇，到达令人满意的效果。（尽管并购的交易经常会在现实中失败，但他们在规划论证时从来不会失败。）

如果一个CEO明显地看好一个并购项目，他的下属和顾问们都会千方百计地论证项目的可行性，无论任何价格都可以被论证为该项目的实施是理性的。如果上述计算的结果直接就是正值，也就是说没有被稀释，那么，收购方会认为不必做出任何说明解释。

关键词：并购中发新股的措辞问题

对于这种稀释的关注有些过头，每股净利润（甚至未来几年的每股净利润）在大多数企业估值中是一个重要的变量，但是，它远远不足以达到无所不能的重要地步。

有很多并购，在这个有限的意义上并没有稀释价值，但它们即刻损害了收购方的价值。但也有一些并购，在发生之时，就稀释了当期以及近期的每股盈利，但实际上提升了价值。真正重要的是，以内在价值为衡量标准，看一项并购是否稀释或非稀释。（这样的衡量涉及很多变量的考虑。）我们认为从这个观点出发的对于稀释的计算才是最为重要的（但极少有人这么做）。

第二个语言措辞问题，与交换的方程式有关。

如果A公司声明它将发行新股收购B公司，这个过程习惯上会被描述成：“A公司收购B公司”，或“B公司被卖给A公司”。如果更进一步思考这件事，换一个说法或许是有些笨拙，但却是更为准确的描述：“出售部分A公司以收购B公司”，或“B公司股东收到部分A公司股票，用以交换其手中的B公司股票”。

在一笔交易中，你所付出的与你所获得的同等重要。由于在并购中，价值数量的计算是非常复杂的，费时耗力，但即便被最终付出多少的数量计算给耽搁了，这条规矩依然正确。

在并购之后的普通股或可转换债的发行，或是为了一笔交易而筹措资金，或是为了增强公司财务报表的稳健实力，都必须完全地计算在并购方案之中，进行完整的估值计算。

如果管理层和董事会反问一下自己，按照出售公司部分股票<sup>[2]</sup>的思路出售公司100%股票的问题，他们的头脑会变得更加清晰敏锐。如果得到的答案是以同样的方案整体出售公司并非明智之举，那么他们应该反问一下，为什么要以同样的方案出售公司部分股票？管理上小的愚蠢会积累为大的愚蠢，而不可能是大的胜利。（赌城拉斯维加斯的成功，正是建立在财富转移的基础之上，这种财富的转移正是源于人们热衷于参与那些看似微小却不利的资本转移游戏。）

在注册的投资公司中，“支出与取得”的因素最容易计算。假设X公司——它的交易价格只是资产价值的50%——打算并购Y公司。并购的方案是，X公司决定发行等同于Y公司市值的新股。

这样一种股份的交流，导致X公司是以先前2美元的内在价值换取Y公司1美元的内在价值。那么，X公司的股东和SEC会迅速提出抗议，涉及其中的是注册投资公司的公平原则。这类交易简直不可能获得批准。

在制造业、服务业、金融领域的公司中，价值的计算通常不像在投资公司中那么精确。但是，我们看到发生在这些行业中的并购，同样惊人地损害着收购方股东的价值，正如上面假设的例子一样。如果管理层和董事会在衡量双方公司价值时，使用同样的公平标准，这种损害就不会发生。

最后，应该说明一下，在稀释价值的新股发行中，收购方公司股东所遭受的“双重打击”效应。在这种环境下，第一重打击来自于并购直接引发的内在价值的损失。

第二重打击，来自于股票市场对于稀释后企业价值的向下理性修正。委托管理的资产可以分为两类，一类是寄存在那些通过不明智的股票发行，有着价值损毁记录的管理人手中；一类是委托那些具有同样才能，但厌恶任何损害股东利益行为的管理人手中。对于这两类人手中管理的资产，人们的出价自然不同，无论现在还是未来的股东心中自然会有一杆秤。一旦管理层显示出对股东利益的迟钝，权益持有人将会有相当长一段时间忍受价格/价值比所带来的痛苦（相对于其他股票），无论管理层如何保证此类价值稀释的行为仅此一次，下不为例。

市场对于此类保证，就像在餐馆里用餐，在沙拉里发现一只虫子得到的解释一样。即便这个解释由一位新的侍者给出，但无论对于被冒犯的客人，还是邻座正在琢磨点什么的客人，一定还是大倒胃口，直接导致需求的下降（由此波及市场价值）。

反之也是一样。当管理层证明自己不愿发行新股损害股东利益，公司在股市上会得到与其内在价值相应的最高待遇。

关键词：不负责任的新股发行带来的双重打击

我曾经提到过，如果伯克希尔遇见收购的情况，我们强烈倾向于用现金而不是用股票进行收购。对历史记录的研究将会告诉你们为什么这么做。如果我们所有的收购都以股票的方式进行（除了两个我们以发行股票收购的关联公司：多元零售公司和蓝筹公司外），计算下来，你会发现我们股东利益的情况，会比我这些收购时也许更糟糕一点。当我发行股票进行收购时，我在花你们的钱，尽管这么说让我感到难过。

需要澄清一件事：收购中涉及的两种成本，①被卖家以某种形式所误导；②或在收购之后，由于管理层的勤奋和技能不足而导致的失败。这两种成本在我们这里从来没有发生过。相反，在我们进行交易谈判时，卖家完全开诚布公，并且一直干劲十足，效率很高。

我们的问题在于，我们旗下聚集了很多了不起的公司，这意味着如果想卖掉它们的一部分去换取新的东西，这样的想法几乎毫无道理。如果我们为了收购而发行新股，就会降低你们在伯克希尔集团体系中的持股比例——也就是相应减少了部分权益，例如可口可乐、吉列、美国运通，以及我们所有的运营良好的企业。一个来自运动项目的例子可以证明我们所面临的困难：对于一个棒球队而言，能够得到一个击出0.350的球手几乎是件完美的事情，但如果球队需要用一个0.380的击球手与其交换那就不合算了。

由于我们的花名册上已经载满了0.380的击球手式的优秀成员，我们宁



愿在收购时支付现金。我们的记录可圈可点，非常不错。从1967年收购国民保险公司开始，我们持续收购其他公司，例如禧诗糖果、《水牛城新闻报》、思考特·费泽公司、盖可保险，在这些收购中我们都使用现金，绝大部分公司在我们购买之后的表现相当惊人。这些并购活动给伯克希尔的股东带来了巨大的价值。的确，它们远远超过我们当初购买时的预期。

我们认为，几乎不可能得到比现有公司业务和管理层更为优秀的替代者。我们的情况恰恰与柯莱特<sup>[3]</sup>的莫德雷德<sup>[4]</sup>的情况相反，格纳维尔（Guenivere）评论说：“对于他，我只想说一件事，他一定会有不错的婚姻，因为每个人都在他之上。”但对于伯克希尔而言，找一个配得上的公司，有一个不错的婚姻，极其困难。

在考虑企业并购时，很多管理层倾向于关注是否该项并购对于每股盈利有稀释或非稀释的效应（或对于金融机构，在每股净资产方面的影响）。这种过于关注的强调，蕴藏着巨大危险。设想一下，一个25岁的MBA（工商管理硕士）一年级学生正在考虑，将其未来的经济利益，与一个25岁的做零活的民工未来的经济利益进行合并。MBA学生会发现，将自身的权益用“以股换股”的形式与民工的权益合并，会提升他的近期收益（而且是大规模的提升）！但是，还有什么交易比这更加愚蠢呢？

在公司的交易中，当被收购的目标公司具有不同的前景、不同的运营和非运营资产的混合结构，或者不同的资本结构，那么作为收购方，如果仅仅专注于眼前的盈利情况，难道不是同样的愚蠢吗？

在伯克希尔公司，我们回绝了很多可以即刻提升当前和近期盈利，但会降低每股内在价值的并购机会。取而代之的是，我们的方式是遵循加拿大著名的冰球运动员韦恩·格雷茨基（Wayne Gretzky）的建议：“到冰球将要去的地方，而不是到冰球所在的地方。”我们这样做的结果，是伯克希尔的股东现在所拥有的财富，比之刻板地照搬教科书，一味刻舟求剑的做法，多出的财富量级可以十亿美元计。

令人悲伤的事实是，大多数大型收购呈现出严重的失衡：它们是被收购方股东的财富富矿；它们提升了收购方管理层的收入和地位；它们是投资银行家和买卖双方职业顾问有利可图的蜜罐。但是，这种收购经常会减少收购方公司股东的财富，而且减少的数量还很可观。

发生这样的结果，主要是因为收购方的管理层支付的内在价值比得到的多。对此，已经退休的美联银行负责人约翰·梅德林（John Medlin）评价说：“够了，你们就是在玩反向的连锁信游戏。”

随着时光的流逝，一家公司管理层的资产配置能力对整个帝国的价值有着巨大的影响。顾名思义，一家优秀的企业（至少在度过早期阶段之后），所产生的钱远远多于其内部消耗所需。这家公司当然能以分红或回购的方式将钱分给股东，但在现实中，CEO经常会问那些战略规划人员、顾问或投资银行家们，是否应该进行一场或两场收购活动更好。这就像问你的室内设计师，是否你需要买一块5万美元的地毯。

收购产生的问题常常因其生物学的偏差而被放大。很多CEO们能够获得他们今天的社会地位，是因为他们具有丰富的动物精神和自负秉性。如果他们具有这些强烈的品质——应该承认，有时这正是他们的优势所在——那么，当他们达到辉煌顶峰的时候，这些特点并不会消失。当这样一个本来就雄心勃勃的CEO，被他的顾问们鼓动着进行并购交易时，他的反应可想而知。这样鼓励性的推动原本就是多余的。

前些年，我的一位CEO朋友——必须说明这是一个玩笑——无意中对很多大型的交易进行了病理学的描述。这位朋友管理着一家经营财产险、灾害险的保险公司，曾经试图向董事会解释为什么要收购一家人寿保险公司。在进行冗长沉闷的、经济学和战略理论分析之后，他突然扔掉了手中事先准备的脚本，带着孩子般顽皮的表情，说了一句：“哦，哥们儿，别人的孩子都有。”

在伯克希尔公司，我们的管理层将继续从那些看似平常的生意中取得超常的回报。对于如何安排公司运营取得的盈利，首先，这些公司的管理层会优先考虑各自业务运营的资金需要。余下的资金，他们将会输送给芒格和我，我们将运用这些资金构建每股内在价值。

关键词：我们喜欢的收购对象具有三个特征

我们的目标是获得部分或整体的这样的公司，它们具有三个特征：①我们看得懂；②具有稳健良好的经济基础；③由我们喜欢、尊敬、信任的管理层运营。

[1] 1981年，1982年，1997年，1994年。

[2] 即发行新股。——译者注

[3] Camelot，传说中亚瑟王的宫殿所在地。——译者注

[4] Mordred，亚瑟王的侄子和骑士。——译者注

## B.合理的股票回购和绿色邮件讹诈式回购<sup>[1]</sup>

我们对于收购的背书仅限于价格/价值所形成的性价比关系，并没有延伸至讹诈式“绿色邮件”<sup>[2]</sup>所导致的股份回购。绿色邮件引发的回购是一种我们认为可恶的、讨厌的行为，在这些交易中，双方通过剥削那些无辜的、不知情的第三方，都达到了其个人的目的。

参与这场游戏的玩家包括：

（1）名为“股东”的敲诈者。他们在获得股东身份，墨迹未干之时，便将“要钱还是要命”的信息传达给管理层。

（2）那些不惜任何代价想尽快获得和平的公司内部人士，反正是别人付账，反正花的不是自己的钱。

（3）那些自己的钱被第（2）类人用于赶走第（1）类人的股东。

当尘埃落定，那些前来打劫的、转瞬即逝的“股东”大谈“自由企业”精神，那些被打劫的管理层大谈“公司的最佳利益”，那些无辜的股东只能站在一边，默默为这一切付账。

[1] 1984年。

[2] green-mail，是指公司对于大肆购买公司大宗股份并威胁要收购公司的外部人，以高于市场价格买回其持有股份的行为。——译者注。

## C. 杠杆收购 (LBO) <sup>[1]</sup>

如果成功的公司并购如此之难，那么如何解释近年来遍地开花的杠杆收购 (leveraged-buyout, LBO)，以及收购公司的运作者大多数都成功了？答案的大部分来源于所得税效应，以及其他一些简单的效应。

在一个典型的LBO中，当公司多数权益资产结构被重新解构为90%负债，加上10%新增股票资本时：

(1) 所有新普通股加上所有新负债，一起形成的市场价值，比之前由所有旧的普通股形成的市场价值要高出许多。因为之前的税前盈利不再与税务征收者分享，在很多情况下，之前每年税收拿走的金额比分给股东的多。

(2) 支付高价给先前的股东，让他们离开，甚至在公司税负降低之后所导致的价值提升效应与先前股东分享之后，价值提升的税务效应的剩余影响依然使新普通股（这时更像是一个附有优惠条款的投机权证）比签署收购文件的成本值钱得多。

(3) 新进入的“股东”之后诉诸的策略会遇到很多困难，这些困难既不是构想也不是实施，它们包括下列的情况：

(a) 他们消除了很多容易去除的成本（大部分是人力成本），以及表现不佳的部门，(i) 这些部门常常会用懒惰和愚蠢折磨成功的公司（包括我们的公司）；(ii) 创造出他们高尚的优雅，并且通过眼前的牺牲，获得长期的美好前景，证明了忍受牺牲的合理性。

(b) 他们以超高价出售几个业务，有时为了练习最简单的微观经济洞察力，出售给一个直接的竞争对手，有时出售给一个极易找到的、非直接竞争、非管理层拥有的公司买家，这家公司愿意支付与竞争对手一样高的价钱。

(4) 新进入的“股东”在适当的时候会收获利润。这些盈利不仅仅来自税务效应和其他简单的上述改组活动，而且来自于，伴随着股市牛市，长期的业务繁荣和极端财务杠杆所带来的向上的完美效应。

除了偶尔发生灾难的时候，国家和社会是否需要有这么大型公司采取极端杠杆化的资本结构？这提出了一个有趣的社会问题。

如果公司具有强大的财务实力，它们就能够发挥一些社会功能，起到减震器的作用，保护自己的员工、供货商和顾客，使他们免除资本主义体制内天生隐含的部分波动，难道不是这样吗？

“空麻袋难以直立。”当本·富兰克林将这句民间智慧写入《穷查理年鉴》（Poor Richard's Almanac）一书时，他是正确的吗？一个过度负债的虚弱公司，不就像一个结构强度不足的桥梁吗？就算杠杆收购在长期的功效上，有一些有利的效应（伴随着一些不利的效应），我们真的希望成千上万的人被吸引到这种公司资本重构的活动中吗？这样做的结果：①会减少公司所得税；②经常会触发反垄断法规；③迫使企业关注短期现金的产出，以减低由收购带来的沉重债务负担。总之，正如哥伦比亚大学法学院教授卢·洛温斯坦（Lou Lowenstein）所言（或多或少）：“企业界作为一个整体，是重要的社会机构，现在收购企业就像市场上买卖五花肉一样，这样的交易我们真的想继续下去吗？”

现在，这些社会问题已经有了答案，当前三个方面的情况很清楚。

第一，在LBO的交易中涉及的公司税务效应极大，这类LBO交易的顺利完成并不意味着普通企业的交易也很容易。

第二，与我们竞购企业的杠杆收购的运作者一群又一群地出现，抬高了市场上整体的收购价格，以至于伤害到了其他有意的参与方，包括威斯科公司（该公司董事长是芒格），因为后者没有打算用最大负债的方式取得最大税务优惠。

第三，只要当前放任的法律继续存在，这些LBO运作者就不会离开。在这些法律之下，运作LBO的人具有真实的优势，而不仅仅是一块促销的幌子。即便失败和丢脸会减少他们的数量，杠杆收购的价格会降低，但减少公司所得税带来的资本化价值依然存在。因此，LBO交易的很多理性动机仍然继续存在。

除非新法律的颁布，否则杠杆收购这个精灵即便遭受挫败，也不会老老实实回到瓶子里。

应当注意的是，这些频出高价进行杠杆收购的人，他们获得的刺激并不会止于源于税法带来的优势，以及毫无顾忌地迅速重组公司。频出高价的刺激来源于他们在LBO的合伙关系中所处的一般合伙人身份。这个身份令他们几乎不用自己的钱去冒险（如果考虑各种费用，那几乎就更少了），而如果有盈利，却能获得可观的分成。这种结构安排很像赛马场，谁见过哪个赌场里的服务生不希望自己的赌客下大注？

威斯科公司是一个非杠杆收购者（Non-LBO），对于我们而言，好公司的收购是一件不容易的事。这种事情近年来越来越像在明尼苏达州的利奇湖里钓北美狗鱼，在那里，笔者早期的生意伙伴埃德·霍斯金斯（Ed Hoskins）与他的印第安向导有过如下的对话：

“这个湖里抓到过北美狗鱼吗？”

“这个湖里抓到的北美狗鱼比明尼苏达州其他任何湖里抓到的都多。这个湖以北美狗鱼而闻名。”

“你在这里捕鱼有多少年了？”

“19年。”

“你抓到过多少？”

“一条也没有。”

当一个管理者持有和我们一样的观点时，企业收购案的锐减是可以预见的结果。因为收购游戏几乎对所有人都是不容易的，也许仅仅对于我们而言很难。无论这种结果是否如我们所预期，对于威斯科的股东而言，结果是一样的：有价值的收购活动比我们希望的少。但也许有一个安慰：一系列巨大的，无法纠错的，没有救助的收购带来的问题，肯定不是由那些认为收购游戏就像利奇湖里钓狗鱼一样的人引发的。

[1] 1989年芒格写的西科金融公司致股东的信。经许可重印。



## D.稳定的收购政策<sup>[1]</sup>

考虑到我们经常质疑大多数公司管理层进行的收购活动，然而我们却为过去一年自己所进行的三次收购活动而欢呼，这看起来很奇怪。放心，芒格和我没有丢弃我们的怀疑论。我们相信多数收购行为损害了收购方公司的股东利益，就像歌剧《皇家海军皮纳福号》（Hms Pinafore）中的台词说的那样：“事情很少像看起来的那样，脱脂牛奶可以伪装成奶油。”尤其特别的是，在收购活动中，卖家及其代表总是能提出娱乐价值大于教育价值的财务预测。在制作玫瑰色亮丽前景的脚本方面，华尔街完全可以自己完成，用不着寻求华盛顿方面的帮忙。

在一些案例中，为什么潜在买家会看卖家准备的预测，这很是令人迷惑。芒格和我从来不会看这些预测报告，相反，我们的心里有一个人和他的病马的故事。一天这个人去看兽医，他说：“能帮帮我吗？有时候这匹马走起来没有问题，有时候走起来一瘸一拐。”兽医的回答干脆利落：“没问题，当它走路没有问题的時候，赶快卖了它。”在企业收购兼并的世界里，被交易的公司就像那匹病马，会被当作纯种马一样兜售。

在伯克希尔，我们与其他有意收购的公司一样，对于预测未来面临很多困难。就像大家一样，我们面临的内在固有的问题是，卖家对于公司的了解远远超过买家，而且他们会挑选出售的时机——一个可能正好是“走路没有问题”的时机。

即便如此，我们还是有一些优势的，或许我们最大的一个优势就是我们没有战略规划。这样，我们没有必要向一个特定的方向推进（一条最终总是推高愚蠢收购价格的道路），我们只是简简单单地去决策，选择什么对我们的股东有利。在这样做的过程中，我们总是在心中将我们的行动与很多遇见的机会相比较，包括在股市上购买世界上最好公司的部分股票。主动收购还是被动投资，我们做这样的比较是一种纪律，这种纪律是那些仅仅关注扩张的管理层很少考虑的。

几年前，彼得·德鲁克与《时代》杂志的一次谈话中，点出了事情的实质：“我来告诉你一个秘密：做交易胜过干活。做交易是一件令人兴奋、愉快的事，而干活又脏又累。任何工作都主要是由大量的又脏又累的细节构成的，相比之下，做交易是如此的浪漫、性感。这就是为什么即便一些交易毫无意义，但还是有人做的原因。”

在进行收购时，我们还有更多的优势：就支付手段而言，我们可以提



供给卖家伯克希尔的股票作为支付手段，它由一系列的杰出企业组成。对于那些希望处置一个好企业，又希望能无限期递延个人税的个人或家族，他们会发现持有伯克希尔公司是非常合适的选择。实际上，我相信这种计算在我们1995年以股票进行的两起收购中，扮演了重要角色。

除此之外，公司卖家有时会关心，他们的公司即便在出售之后，也处于一个公司的大家庭中，这个大家庭能为他们的公司成员提供持久、愉快、有效率的工作氛围。同时，伯克希尔可以提供特别的东西，我们成员公司的管理层都拥有极高的自治权。此外，我们的持股结构让卖家明白，当我说我们会保留买入的公司时，我们的承诺是算数的。站在我们的立场上，我们喜欢与那种关心自己企业和员工的人打交道。与那些仅仅打算卖掉公司的人相比，作为买家，我们更喜欢与这种人打交道，这样得到的不愉快和意外会更少。

除了前述关于我们收购风格的解释之外，当然，还有一个不是很精妙的销售广告。如果你拥有或运营的企业税前盈利不少于7500万美元，并且符合我们提出的标准（见下文），请给我来个电话。我们的谈话内容会被保密。如果你目前尚无兴趣，请将我们的建议放在心里：对于运营优秀、管理杰出的企业，我们永远都不会失去胃口。

得出有关收购的这些观点，我们不得不重复去年一个公司高管对我说起的一个故事。他所在的企业是在业内长期居于领先地位的优秀公司，他就是在这家企业中成长起来的。但是，公司的主打产品毫无魅力。因此，几十年前，公司聘请了顾问公司进行咨询策划，顾问公司提出的建议当然是多元化——当时的时髦（那时，“专注”一词还没有流行）。不久，公司收购了几家公司，每次都经过顾问公司长时间的、费用昂贵的分析研究。结果怎么样呢？这位高管伤感地说：“一开始，我们的盈利100%来自原来的公司。收购十年以后，我们的盈利150%来自原来的公司。”

在我们所进行的收购活动中，投行扮演的角色有点令人沮丧。尽管我们有四次机会进行大型公司的收购，它们都有著名的投行做代表，但这四次中只有一次是投行联系我们的。在其他三个案例中，投行发出它们的前景展望之后，我自己或朋友启动了交易。我们愿意看到中间商在替我们思考做事的基础上赚取费用，在此，我重申一下我们寻找目标公司的标准：

关键词：目标公司的六个特征

（1）规模够大。

（2）具有被验证了的持续盈利能力（那些对于未来做出的预测，我们

毫无兴趣；对于所谓“困境反转”型的公司，我们也没有兴趣）。

（3）在负债极少或没有负债的情况下，公司具有良好的净资产回报率。

（4）具备管理层（我们无法提供管理人员）。

（5）业务简明（如果有太多的科技成分，我们可能搞不明白）。

（6）明确的报价（我们不想在不确定价格的情况下，浪费彼此的时间进行讨价还价）。

我们不会参与恶意收购带来的公司接管。对于我们感兴趣的对象，我们承诺完全的保密，以及非常迅速的回复，通常不会超过5分钟。对于收购的方式，我们倾向于用现金支付，但如果我们得到的内在价值物有所值的话，我们也会考虑以发行新股的形式进行支付。

我们喜欢购买这样的公司，公司的股东就是管理层，他们希望产出大量的现金，有时是为他们自己，但更多的时候是为了他们的家人或长期持股的股东。同时，这些管理者是希望继续管理公司的主要股东，保持像他们过去管理公司一样的风格。我们认为伯克希尔为这样的目标提供了一个特别合适的归宿，我们邀请那些潜在的卖家，请他们与我们过去收购的企业联系，以验证我们是言行一致的人。

芒格和我经常会收到一些未能通过我们标准检测的并购信息。我们发现，如果你有意购买牧羊犬，并广而告之，那么，会有很多人打来电话想卖给你可卡犬。一句乡村音乐的歌词可以表达我们对于新公司、困境反转或拍卖式出售的感受：“如果电话铃不响，你会知道那就是我。”<sup>[2]</sup>

[1] 1995年，1991年（后者与1982年信件的开头及其后版本相似）。

[2] 1988年、1989年信件，最后一句：“我们对于新公司、困境反转型公司或拍卖式出售的兴趣，可以用著名的影视制作人Goldwynism的话来描述：“请把我除外。”

## E.出售企业<sup>[1]</sup>

很多企业家用一生中最好的时光构建自己的公司。通过一次又一次经验的积累，他们磨炼了商业营销、采购、人才选拔等方面的技能。这是一个不断学习的过程，在某一年所犯的错误，常常为后来的竞争和成功做出了贡献。

与此不同的是，集企业家于一身的股东们通常一生只有一次机会出售自己的企业，而且常常是在来自各方压力、充满情绪化的气氛中进行。这些压力通常来自于中间经纪人——他们的报酬基于交易的达成，而对买卖双方的结果无所谓。实际上，这种交易对所有企业家来说都很重要，无论从财务角度还是个人角度都更容易犯错，而不是更少犯错。而且，在这种一生一次的买卖中，一旦犯错，不可逆转。

在上述买卖的过程中，价格当然是非常重要的，但并不是出售企业的最重要的方面。你和你的家族拥有一家业内优秀的公司，并且买家也认识到这一点。你的这家公司还会随着岁月的推移而日益增值，那么，如果你现在不卖出公司，将来应该可以实现更多价值。当你有这样的认识，你就应该可以拿出部分精力和时间，好好选择一下你希望的买家。

关键词：一生一次的交易

如果你决定出售你的公司，伯克希尔提供了一些其他买家无法提供的优势，特别是，其他买家将会属于下面两类中的一类：

（1）一类买家是，虽然可能地理位置不同，却是同行或类似的公司。

这样的买家，无论是否有承诺，他们都会认为自己很懂你公司的运营，而且迟早会伸出“援助”之手。如果收购方是大公司，他们会有成群的管理层，这些管理层当年在被招聘时，就被许诺将管理日后收购的公司。他们会有自己的做事方式，即便你的公司毫无疑问做得比他们的好，人性这时也会让他们觉得他们的方法更好。

你和你的家族或许有朋友将自己的企业卖给了大公司，成为了别人的子公司。我怀疑他们所经历的能够证实，收购完成之后，存在这样的倾向——母公司接管子公司的运营，尤其是在母公司了解该行业，或者他们认为对自己了解该行业的情况下。

(2) 另一类买家是金融投资商，他们总是用大量借来的钱进行操作，打算一旦有合适的机会，就将收购的企业卖给公众<sup>[2]</sup>或其他公司。通常，这类买家的主要贡献是会计方法的改变，他们能使公司的盈利在脱手之前呈现出最为耀眼的光芒。由于股市的上升和资金的泛滥，这类交易变得越来越频繁。

如果当前的企业家将变现视为唯一的目的，而将企业置之脑后——很多卖家是这样的，那么上述的两类买家，无论哪一类，都可以满足这个目标。但如果卖家所出售的生意是其毕生的创造性工作，并且是其内在人格不可或缺的部分，那么买家的任何一种行为（指上文所提之①，购买之后过度干预；②购买之后转手倒卖）都存在严重的瑕疵。

伯克希尔是不同的买家，一个相当与众不同的买家。我们买进是为了持有，但我们在母公司层面没有——也不打算有管理团队，派驻被收购的公司出任管理层。我们拥有的所有企业都享有高度自治权。在大多数情况下，我们旗下很多重要公司的高管很多年都没有来过奥马哈（伯克希尔总部所在地），或者，我们压根就没有见过面。当我们收购一家公司后，卖家会继续以管理者的身份像出售之前一样管理企业，我们会适应他们的风格，而不是相反。

无论是对一个家族还是对近来新招的MBA，我们从来没有对谁承诺过，让他有机会去管理我们从股东兼管理层那里收购来的企业。我们将来也不会做这样的承诺。

你们知道我们过去曾进行的几次收购，这里，附上一个我们收购的企业名单，请你们比照一下，看看我们的行为是否与我们的承诺相一致。你们尤其要看看，那些为数不多的表现不佳的企业，看看我们在市况艰难的情况下如何行事。

任何买家都会告诉你，他个人需要你——如果他有头脑，他的确是需要你。但是，大多数买家，由于上述提到的各种原因，在其后续的行为中无法履行当初的诺言。而我们将会言行一致，信守诺言，不仅仅因为我们做出过承诺，同时也是因为这样能够达到最佳的商业结果。

这就解释了，我们为何要求你们家族中的核心成员保留20%的股份。出于税务的目的，我们需要持有80%的股份以进行会计合并报表，这对我们很重要。留下的家族成员像主人一样管理企业，这对我们而言也非常重要。简单而言，除非现有的管理层愿意留下作我们的伙伴，否则我们就不会买这家企业。合同不能保证你持续的利益，而我们需要你的承诺。

我的职责是资本配置、顶尖人才的选择和报酬机制的制定。至于其他的个人决策、运营策略等等，都是子公司层面决策的事情。伯克希尔的高管们有时会和我讨论他们的决策，有时不会，这取决于他们的个性，以及在某种程度上我们之间的私人关系。

如果你决定和伯克希尔做生意，打算将你的企业卖给我们，我们会支付现金。你的企业不会被用于任何的贷款抵押，而且我们之间的交易不需要任何中间人。

此外，在与我们的交易过程中，不会发生宣布交易之后，买家取消或重新建议调整（当然，伴随着道歉，以及连同银行、律师、董事会饱受谴责的解释）的情况。最后，你会明确知道你在和谁打交道。你不会仅仅与一个几年后掌管公司的人进行一次谈判，或让总裁抱歉地告知你，他的董事会要求他这样做或那样做（有可能，要求卖掉你的公司，以资助母公司的其他业务）。

很公平地告诉你，在出售生意之后，你将会和现在一样富有，但不可能更富。你所持有的公司股权已经使你富有，并获得了稳健的投资回报。出售公司只是改变了你的财富形式，但不会改变它的数量。你出售企业之后，会从原来拥有100%你明白价值的资产，变成了另外一种有价值的资产——现金，你可能会用这些现金去投资一些并不十分了解的公司的部分股票。卖出常常会有一个正确的理由，如果交易是公平的话，那么这个理由并不会使卖家变得更为富有。

我不会纠缠你，如果你有意出售企业，我会非常感谢你的来电。我会非常骄傲地愿意伯克希尔与你们家族的重要成员一起拥有\_\_\_\_\_公司。我相信我们在财务方面会干得很好，我相信你们也会在未来的20年里继续愉快地经营企业，就像过去的20年一样。

真诚的，

沃伦E.巴菲特

我们所进行的收购，常常是由那些将企业卖给我们的经理人推荐的。在其他公司，高管们通常会与那些投资银行合作，去追寻可能的收购机会，他们使用标准化的企业拍卖流程。在这个流程中，投资银行家们会准备好一本“书”。

关键词：没有投行参与的收购更好

这本书让我想起小时候看的超人漫画——一个温文尔雅的办公室白领，在电话亭里一跃而起，化身为内裤外穿的超人。在华尔街的版本中，一家之前温文尔雅的公司，在投行的电话亭里完成收购后，一跃而起，便能超越其他竞争对手，而且盈利的增长速度比子弹的速度还快。这本“书”中描述了被收购公司具有的能量，受到这种描述的激发，那些患有收购饥渴症的CEO们立刻痴狂起来。

在这些“书”中，特别搞笑的是，投资银行家们对这些公司未来很多年的年度盈利，都做出了精确的规划。然而，如果你问一下这位投资银行家作者，他们自己的公司下个月的盈利情况如何，他会立刻自我保护式地蜷缩起来，然后告诉你，公司业务和市场都变数太多，他不敢做出预测。

这里有一个故事，我忍不住想讲一下。1985年，一家大型的投资银行接手了出售思考特·费泽公司的业务，广泛出价，但是没有成功。当读到其未能成功出售的消息时，我给拉尔夫·沙伊（当时以及现在思考特·费泽公司的CEO）写了一封信，表达了有意购买公司的意愿。我从来没有见过他，但是一周之内，我们达成了交易。不幸的是，思考特·费泽公司在与投行签订的合约中约定，只要交易达成，就必须支付250万美元的佣金，即便投行没有为其找到买家。

我猜想，投行的负责人觉得应该为这笔佣金做些什么事情，于是他有礼貌地向我们提供了为思考特·费泽公司的交易准备的“书”。芒格以他一贯的机敏回应：“为了不读它，我愿意支付250万美元。”

在伯克希尔，我们精心制作的收购策略就是，安静地等待电话铃响起。令人高兴的是，有时候我们能如愿以偿，因为，我们之前收购企业的经理人会推荐他们的朋友，而朋友们也乐意如法炮制。

[1] 1990年信件的附录B——致潜在卖家的信；1999年。

[2] 指上市。——译者注



## F.有选择的买家<sup>[1]</sup>

过去一年，有两个因素为我们所经历的繁忙的收购活动发挥了贡献。

第一，很多公司的管理层和股东预见到他们业务的发展近期会放缓。事实上，我们收购的几家公司，它们今年的业务比之曾经在1999~2000年度达到的巅峰，的确有所下滑。考虑到我们的这么多家公司，此时或彼时，它们的上上下下，早已在我们的预料范围之内，这对我们并无影响。（只是在那些投资银行家们为推销而进行的路演中，公司的盈利才是不断上升的。）我们不在乎过程的颠簸，我们要的是最终的、整体的胜利结果。但是人们有时会被短期的前景展望所影响，这样既可以刺激卖家，也可以缓和买家的热情，否则他们会与我们形成竞争的。

第二个在2000年对我们有所帮助的因素是，垃圾债券市场随着时间的推移已经干涸，相形之下，我们在收购市场上变得更具竞争力。在此之前的两年，垃圾债券的买家们放松了他们的标准，以高的不合理的价格去购买每况愈下的发行人发行的债务。这种放松的效应可以在去年随着违约率提高而切身感受。在这种环境中，那些希望仅购买部分公司权益的“财务”买家们，越来越无法借到他们认为所需的资金。此外，他们所能借到的资金也变得成本高昂。由此，去年LBO的运作者们，在他们收购出价时，变得不再那么激进。因为我们在收购时，会进行基于全部权益的估值分析，所以，我们的估值没有变化，这意味着在上述过程中，我们变得更具竞争力。

除了经济因素之外，还有一种因素令我们在收购中受益。大多数情况下，我们是选择卖家的买家，这是我们现在享受到的巨大的，而且还在日益增长的优势。当然，这并不确保交易的达成——因为需要卖家喜欢我们的出价，以及我们必须喜欢他们的生意和管理层——但这确有帮助。

当一家公司的主人关心买家是谁时，我们觉得这意味深长。我们喜欢与那些热爱自家公司的人做生意，而不仅仅是因为喜欢钱（虽然，我们也可以理解他为何喜欢）。当这种附加的情感存在时，它是一个信号，让人可以发现企业所具有的重要品质：不做假账，以产品为荣，尊重客户，以及一群忠诚的、有强烈方向感的人。与此相反的情况，也是真的。当一家公司的主人打算拍卖其公司，如果显示出对公司兴趣缺失，你将会发现这家公司是经过打扮而出售的，尤其是这个主人是“财务主人”<sup>[2]</sup>。如果这个主人不关心公司和员工，那么，他的行为态度、做事风格常常会传染给整



个公司。

一家优秀的公司就是一件商务的杰作，如果这件杰作是经过一生（或几辈人）用其优越天赋，悉心照料而成，这家公司将托付给什么人去继续他的历史，这对于主人当然很重要。芒格和我认为，伯克希尔提供了这样的一个家，我们非常认真地对企业的创建者履行义务，同时伯克希尔的结构使得我们能够做到言出必行。当我们告诉约翰·贾斯汀（John Justin），他的公司（贾斯汀实业公司）总部将会继续在沃思堡（Fort Worth）运营，或者告诉布里奇家族他们的公司——本·布里奇珠宝公司（Ben Bridge Jeweler），不会与其他珠宝公司合并，这些卖家可以将我们的承诺锁进银行的保险柜。

那些公司的创始人，他们就像企业界的“画家”伦勃朗，如果他们能为自己的作品选择一个永久的家，这比将来交给信托或不感兴趣的后世继承人拍卖掉这些作品好得多。多年以来，越来越多的公司创始人意识到这一点，并付诸实施，我们与这样的公司创始人有了很多美好愉快的经历。至于那些拍卖的机会还是留给别人吧。

我们长期公开的目标是成为企业“有选择的买家”，尤其是那些家族企业。所有能够达到这个方法都值得尝试。这意味着，我们必须遵守诺言，避免以过度负债收购企业，赋予管理层与众不同的自主权，与我们收购的企业同甘共苦（尽管我们更喜欢更好、再好一些。）

关键词：导致企业陷入困境的PE

我们的历史记录可以证明我们是言行一致的人。然而，很多与我们竞争的买家走的却是不同的路。对于他们而言，并购就像“商品买卖”。在收购合约墨迹未干之时，那些收购运作者们就已经开始琢磨如何从企业脱身的“退出策略”了。因此，当遇到那些关心手中企业未来的卖家时，我有一个明显的决定性优势——我们关心企业的未来。

回溯过去几年，我们的竞争对手被称为“杠杠收购运作者”。但是杠杠收购渐渐萌生恶名。因此，按奥威尔的说法，并购公司决定改名换姓。但是，它们并没改变之前运作的基本方式，包括所珍爱的收费结构，以及对运用杠杠的热爱。

他们的新标签现在变成了“私募股权基金”（PE），这个名字与事实可能并不相符。被这些PE收购的企业，在收购之后，相对于之前的情况，几乎必然会出现使资本结构中的权益部分大幅减少的现象。一些仅仅在两三年前被收购的企业，现在已经陷入生死攸关的困境，原因就是收购它们的

PE给它们带来了巨额债务。许多银行的债务，以1美元债务低于0.70美元出售，公共债务售价更低。注意，这些私募股权基金，并不是在你迫切需要资本金的时候，跑过来注入你所需要的资本。相反，他们将手中的钱攥得死死的，非常私密。

在受管制的公用事业领域，几乎没有大型的家族企业存在。在这个领域，伯克希尔希望成为监管者选择的买家。公用事业关乎民生大计，作为监管者，他们不同于简单的公司股东卖家，当公用事业的收购方案被提出时，监管者会检查买家的健康状况。

当你站在这些监管者面前，你无法隐瞒你的历史。他们能够——也会——查询你公司运营的所在州的相关部门，进行调查，他们问你公司运营的各个方面，包括是否具备充足的资本。

当伯克希尔旗下的中美能源公司2005年提出收购太平洋公司（PacifiCorp）的议案时，我们即将新进入运营的六个州的监管部门，立刻查阅了我们在爱荷华州的背景记录。他们同时仔细地对我们的财务计划和能力进行了评估。我们成功地通过了测试，也希望同样通过将来的测试。

我们希望未来能收购更多的处于监管领域的公用事业公司，我们知道我们今天在一个地方的所作所为，将会决定我们明天在其他地方的受欢迎程度。

[1] 2000年，2008年。

[2] 即那些为卖而买的投资银行家。——译者注

## 第6章 估值与会计

对于你们之中对会计不感兴趣的人，我为这章专题表示歉意。我知道你们中的很多人并不关心我们的财务数字，取而代之的，是持有伯克希尔的股票一动不动，因为你们知道：

（1）芒格和我将我们的绝大部分身家都放在了伯克希尔。

（2）我们认真经营企业，这样，你们的损失或所得会与我们的损益按照同比例变动。

（3）到目前为止，我们的记录还令人满意。

这种坚守“信念”的投资方式在投资中是必要的，没有任何错。然而，另外一些股东喜欢“分析”的投资方式，对于他们，我们也乐意提供一些他们需要的信息。我们寻求一种能够满足这两种需求的行为方式，二者殊途同归，最终会得到同样的答案。<sup>[1]</sup>

[1] 1988年信，引文部分。

## A.伊索寓言和失效的灌木丛理论<sup>[1]</sup>

一般而言，购买资产是为了获得资本利得。对于这类资产的估值公式，早在公元前600年，就被一位非常聪明的人揭示出来，至今从未改变。（虽然，他还没有聪明到足以知道那是公元前600年。）

这位非常聪明的圣人就是伊索，他的投资观念具有不朽的力量，尽管有些不完整——一鸟在手，胜过两鸟在林。

为了充实这个原则，你必须回答三个问题：你怎么肯定灌木丛里肯定有鸟？它们何时出现，以及会有多少只？无风险的资本利率是多少（我们通常使用美国长期国债利率）？

如果你能回答这三个问题，就会得出这个灌木丛的最大价值，然后，你可以推知拥有鸟儿的最大数量。当然，在这里，我们考虑的并非字面上的鸟儿，而是美元。

伊索的投资格言可以推而广之，概念换成美元，道理也是相通的，可以适用在农业、油田、债券、股票、乐透彩票以及工厂等各个方面。无论是蒸汽机、电力设备的发明，还是汽车的出现，都没有改变这个公式一丝一毫，即便如今的互联网，也没有改变它。只要输入正确的数字，你就可以将世上所有运用资金的最佳选择，按照回报的吸引力进行排序。

一般的衡量标准，例如股息率、市盈率、市净率甚至成长率，除非它们在一定程度上与企业的现金流入、流出的数量和时间挂钩，否则，就无法运用去估值。如果一个项目或企业早期要求的资金投入，超过未来能够产出现金的折现价值，那么，这种成长是在破坏价值。

那些张口闭口将“成长”和“价值”作为两种截然不同投资风格的市场评论员和投资经理们，是在表现他们的无知，而不是精明。成长仅仅是价值公式中的一个组成部分，通常是个正面因素，有时也会是个负面因素。

关键词：成长与价值

唉，尽管伊索命题的公式和第三个变量——也就是利率，相对简单易懂，但要弄清楚其他两个变量却相当困难。实际上，在这个计算过程中，非要得到精确的数字是愚蠢的，使用一个范围的可能性才是更好的方式。

通常，这个范围实在太太大，以至于得不到有用的结论。有时候，即便对于未来鸟儿出现的数量进行非常保守的估计，也会显示出价格相对于价值令人吃惊的低。（让我们称这种现象为IBT（Inefficient Bush Theory），低效灌木丛理论。）可以肯定的是，一个投资者需要一些商业经济的常识，以及独立思考的能力，以便获得理由充分的正面结论。但投资者并不需要才华卓越，也不需要令人炫目的洞察力。

在另一个极端，有很多时候，即便最聪明的投资者也没有办法确定小鸟一定会出现，即便给一个宽泛的估计范围，也还是无法做到这一点。这种不确定的情况常常发生在考察新兴行业以及那些迅速变化的行业时。在这种情况下，任何资本运用都必须贴上投机的标签。

如今，投机，既不违反法规，也不违反道德，甚至不能说是非美国式风格。它所关注的不是资产会产出什么，而是下一个傻瓜愿意出什么价格。但投机活动，并非芒格和我喜欢的游戏。既然我们两手空空地去参加舞会，凭什么要指望满载而归呢？

投资与投机之间的界限永远不是明确清晰的，尤其当大多数市场参与者沉浸在巨大愉快的氛围中时，二者的界限更是模糊得厉害，没有什么比不劳而获却能大笔捞钱更容易让人失去理性了。有了这样令人陶醉的经历之后，任何正常理智的人也都会像参加舞会的灰姑娘一样被冲昏头脑。这些参与者会继续投机的游戏，投机于那些相对于未来现金流，有着巨大估值的公司。

他们明明知道，在舞会逗留的时间越久，南瓜马车和老鼠现出原形的概率就越高，但他们还是舍不得错过这场盛大舞会的每一分钟。这些轻佻疯狂的参与者都打算在午夜来临的前一秒离场，问题来了：舞会现场的时钟没有指针！

去年，我们对于无处不在的繁荣进行过评论，当时实在是非理性的狂欢，投资者的预期回报比可能的回报高出数倍。一份潘恩·韦伯-盖洛普公司（Paine Webber-Gallup）在1999年12月进行的调查报告显示，投资者在被问及对于未来十年投资回报的预期时，他们的回答是平均年回报19%。这显然是个非理性的预期，因为如果将整个美国公司作为一个整体，比喻为一个灌木丛，到2009年也无法容下这么多小鸟的存在，不可能产生如此高的回报。

更为非理性的是，当时的市场参与者对于一些几乎肯定是平庸，甚至没有价值的公司给予极高的估值。然而，投资者们被飙升的股价所催眠，

不顾一切，蜂拥杀入。就像中了病毒一样，在职业投资者和业余投资者之间广泛蔓延，引发幻觉，使得某些板块的股票价格与其内在价值相脱离。

与这种不切实际的情况伴随着的，是一种信口开河的所谓“价值创造”。我们承认，过去数十年来，很多新公司或年轻的公司为社会创造了巨大的价值，而且这种情况还会继续发生。但对于那些终其一生都在亏损的公司而言，它不是在创造价值，而是在毁灭价值，无论它在发展的某个阶段曾经有过多高的市值。

在这些案例中，真正发生的只是财富的转移，而且是大规模的转移。通过无耻地推销根本没有小鸟的灌木丛，推销员们近年来从大众的口袋里骗走的钱数以十亿计，都装进了自己的口袋（以及他们亲朋好友的口袋里）。事实证明，泡沫的市场创造泡沫的公司，它们更关注如何从投资者那里赚钱，而不是如何为投资者赚钱。太多的时候，公司推销员的主要目标是IPO上市，而非公司如何创造更多的利润。说到底，这些公司的“商业模式”就是老套的连锁信（chain letter）骗局，而在这个过程中，一心想赚取佣金的投资银行扮演的就是连锁信骗局中的投递员角色。

但是，总有一根针在等待着每一个泡沫。当二者最终相遇的瞬间，新一拨的投资者会再次重温老教训：首先，在华尔街这样一个质量得不到褒奖的地方，它可以卖给投资者任何想买的东西；其次，投机看似天下最为容易的事，实则是最为危险的事。

在执掌伯克希尔的过程中，我们从未试图在不成气候的公司的海洋中，挑选出微乎其微的赢家。我们自认为没有这种聪明，而且我们知道这一点。取而代之的是，我们试图运用伊索2600年以来的方程式，去估算灌木丛中有多少只小鸟，以及它们何时会出现。（“一鸟在手，胜过两鸟在林”这句格言，可能到我孙子那辈时，会被改为“一个敞篷车里的女孩，胜过五个电话簿上的女孩”。）

关键词：赚投资者的钱，还是为投资者赚钱

很明显，我们永远不能精确预测一个公司现金流入和流出的时间，以及准确的数量。所以，我们试着用较为保守的方法进行估算，并且将专注于那些即便发生意外也不会引发股东浩劫的公司。不过，即便如此，我们还是经常犯错。你们一定记得，我就是那个自认为懂得邮票交易、纺织、制鞋以及二流百货公司未来发展的家伙。

近来，我们最为看好的“灌木丛”是通过协议谈判购买整个公司，这种方法的确令我们满意。但是，你们应该明白，这类收购顶多带给我们一个

合理的回报。要想获得超额回报，必须等到整个资本市场极其惨淡的时候。整个市场感到悲观之时，才是超额回报机会出现之日。我们现在距离这种情况还远。

[1] 2000年信。



## B.内在价值、账面价值和市场价格<sup>[1]</sup>

内在价值是一个非常重要的概念，它提供了评估投资和企业相对吸引力的唯一逻辑路径。内在价值的定义也很简单：一个公司的内在价值是其存续期间所产生现金流的折现值。

但是，对于内在价值的计算并不简单。正如我们定义的那样，内在价值是一个估计值，而不是一个精确的数字，此外，这个估计值应该随着利率的变化或未来现金流的预期修改而改变。不同的两个人，比如芒格和我，即便看到的是同一个东西，也会得到不同的内在价值数字——至少是略有不同，总之，不会完全一样。这就是我们从来不会告诉你们，我们对于内在价值估计值大小的一个原因。当然，我们的年报会提供我们计算这种价值的事实依据。

同时，我们会定期地报告公司的每股账面值，这是一个容易计算的数字，尽管用途有限。这种局限性并非来源于我们持有的可流通性证券，它们是按照当前的市值入账的。账面价值的不足与我们的全资控股公司有关，它们在我们账面上所显示出来的价值，与其内在价值或许相去甚远。

这种差距可以朝着两个不同的方向发展。例如，1964年，我们可以确定地说出伯克希尔每股账面价值是19.46美元。然而，这个数字在相当程度上夸大了公司的内在价值，因为公司的所有收入都与利润低下的纺织业务有关。我们的纺织业务资产既没有继续经营的价值，也没有等同于账面价值的清算价值。然而，今天，经过多年的发展，伯克希尔的情况已经截然不同，今非昔比。截至1996年3月31日，公司每股的账面价值是15180美元，远远低于其内在价值。这一点是完全真实的，因为很多我们控股的公司，它们的价值其实远远高于其账面价值。

尽管账面价值这个数字表达是粗糙的、低估的，内容并不充分，但我们还是给你们提供伯克希尔的账面价值数字，因为它今天依然是伯克希尔内在价值的追踪衡量指标。换言之，在任何一个特定年度，账面价值的变动比例接近于内在价值的变动比例。

你可以将大学教育视为一种投资的形式，从中你可以得出账面价值与内在价值的不同。教育成本就是“账面价值”，如果想得到这个成本准确数字的话，它应该包括这个学生放弃的收入，因为他选择上学而不是上班。

在这个计算中，我们将忽略那些教育中重要的但非经济因素的效益，

集中关注那些与经济相关的价值。首先，我们将估算这个学生毕业之后，一生中的收入总和，然后从这个数值中减去如果没有受到大学教育所能得到的收入总和。将二者之差以一个合适的利率贴现，得到一个毕业生的现值。这样得到的数值，就是所受教育的内在价值。

一些毕业生会发现他们所受教育的账面价值超出其内在价值，这意味着，他们对于教育的支出并非物有所值，无论教育成本由谁支付。在另外一些例子中，教育的内在价值远超其账面价值，这个结果证明资本的运用物超所值。显而易见，在所有的情况下，我们可以得出结论：账面价值并非内在价值的指示器。

将我们控股的公司和我们持有少数股权的公司的财报相比较，有一个有趣的会计现象颇具讽刺意味。1987年，我们持有少数股权的公司，股票市值超过20亿美元，但是，它们在伯克希尔财报上的税后利润仅为1100万美元。

关键词：如何计算内在价值

会计规则要求我们，只有在获得这些公司的分红时，才可以记账，而不是以我们持股对应的盈利入账。分红的数字比徒有虚名好不了多少，而税后盈利的数字在1987年远远超过1亿美元。在另一方面，会计规则要求三种少数股权（我们保险公司持有的）的账面价值必须按照市值记账。结果就是，GAAP的规则要求我们持有的少数股权的净值依照市值更新，却不允许将相应的实际盈利反映在损益表中。

对于我们全资控股的公司，情况正好相反。这里，我们将所有的盈利反映在损益表中，但是在资产负债表中，自从我们购买之后，无论公司价值有多么大的变化，资产的账面价值从来不变。

对于这种会计上的精神分裂症，我们的思维方式是，忽略GAAP的数字，而全力专注于我们控股和非控股公司的未来盈利能力上。用这种思维方式，我们建立了自己独特的企业价值观，使我们控股公司的价值，独立于所显示的会计价值；使我们部分持股的公司价值，也独立于愚蠢市场有时所给予的市价。我们希望，在未来的岁月里，企业价值能以一个合理（或许，不合理更好）的速度增长。

历史上，伯克希尔的股票总是以略微低于其内在价值的价格交易。有了这样的股价，购买者可以肯定在他们持有股票期间，其投资经历至少与企业的财务经历相同，只要这种价格折扣没有扩大。但是，近年来，这种价格折扣已经消失，甚至，偶尔会出现轻微的溢价现象。

这种折扣价的消失意味着，伯克希尔市场价值的增长快于企业价值的增长。（伯克希尔公司本身的企业价值也在以令人欣慰的步伐增长。）这对于已经持有我们股票的人而言是个好消息，但对于刚刚购买我们股票的人，或打算买我们股票的人而言是个坏消息。如果将来伯克希尔新股东的财务经历正好与公司的财务经历一致的话，就意味着，市场价值对于企业价值的溢价现象会一直存在下去。

长期以来，伯克希尔的市场价值与企业价值之间的恒定关系，比我所熟知的任何上市公司的股票表现都更为稳定。这些都应该归功于你们，因为你们有理智、有兴趣、有投资导向的思维，所以，伯克希尔股票总是有合乎情理的表现。这种非同寻常的结果源于非同寻常的股东结构分布：实际上，我们所有的股东都是个人投资者，不是机构投资者。几乎没有其他类似我们体量的公众公司具有这样的特点。

40年前，本·格雷厄姆曾经讲过一个故事，用以说明为什么所谓的投资专家们会如此表现。一个到了天堂的石油勘探员，在遇见圣徒圣彼得（St. Peter）时，得到一个坏消息。“你有资格居住在这里。”圣彼得说，“但是，你也看到了，为石油界准备的院子已经挤满了，没有办法把你挤进去了。”勘探员想了一会儿，问圣彼得，可否对现住居民说一句话。这对于圣彼得而言并没有什么害处，于是勘探员用手拢起喇叭大声喊道：“地狱里发现了石油！”瞬间，所有的人都冲了出来，直奔地狱而去。这给圣彼得留下极其深刻的印象，他邀请勘探员入住天堂，但勘探员踌躇了一下，说：“不，我想我应该跟他们一起去。别忘了，谣言也可能是真的。”

关键词：伯克希尔的所有股东都是个人投资者

在1995年致股东的信中，当伯克希尔的股价达到每股36000美元的时候，我曾经告诉过你们：

（1）伯克希尔近些年来市场价值表现已经超出了其内在价值，尽管后者的表现也非常令人满意；

（2）这种过度的优越表现不可能无限继续下去；

（3）芒格和我在那个时候并不认为伯克希尔的价值被低估。

自从我发出这样的提醒至今，伯克希尔的内在价值已经大大增加，而同期股价却没有太大变化。当然，这意味着我们的股价在1996年落后于我们的企业运营表现。因此，今天的价格/价值的比值已经与一年之前大不相同，而且以芒格和我的观点看，这样的性价比更加合适。

随着时间的推移，长期而言，伯克希尔股东的累计收益一定与公司运营收益相一致。如果股价的表现暂时性地超出了企业的表现，会有一些股东——买家或卖家——从交易对手那里获得超额利润。但总体而言，在这样的游戏中，成熟的投资者比初出茅庐的“小白”更有优势。

关键词：市值管理法

尽管我们的主要目标，整体而言，是让我们的股东在其持有期间利益最大化，我们也希望将一些股东从其他股东（即交易对手）那里获取利益的可能性最小化。如果我们管理的是家族合伙企业，这一定是我们的目标。我们相信，管理一家公众公司，这样的目标也具有同样的意义。

在一个合伙企业中，在合伙人进出的时候，他们的利益应该得到合理公平的估值。作为一家公众公司，如果市场价值与公司内在价值一致的话，也就得到了公平。很明显，这一点并不能总是如愿，但是一个管理者可以通过其公司策略和沟通，促成这种公平的产生。

当然，一个股东持有股票的时间越长，他的所得与伯克希尔实际经营成果一致性就越高，他在买入时，相对于内在价值支付的溢价或折价的影响就越小。这就是为什么我们要吸引长线投资者的一个原因。总的来说，我认为我们在这个方面的追求已经相当成功。在美国市场的大型上市公司中，就长期股东所占比例而言，伯克希尔可能名列第一。

尽管内在价值的计算非常重要，但它却无法精确计算，甚至计算起来经常是伴有严重的错误。公司未来的不确定性越高，计算内在价值的出错偏差可能性就越大。在这一点上，伯克希尔具有一些优势：我们拥有多元化的、相对稳定的现金流，同时拥有极佳的流动性和极少的债务。这些都意味着，与绝大多数公司相比，伯克希尔的内在价值更容易准确地计算。

然而，虽然说伯克希尔的财务特征有助于计算的准确性，但仅仅依靠众多稳定的现金流来计算内在价值依然是极其复杂的工作。回到1965年，那时我们只有一个小小的纺织厂，计算它的内在价值简直是小菜一碟。现在，我们拥有68家公司，分布在不同的行业，具有不同的财务特征。这些互不相干的企业，加之我们巨大的投资金额，使你根本不可能轻易地分析我们的合并报表，然后准确地预估其内在价值。

为了更好地解决这个问题，我们尝试将我们的业务合理地分为四类，在这个报告稍后的部分对于每一类进行一一分析。当然，伯克希尔公司的整体价值可能大于或小于这四个部分业务价值之和。最终的实际结果取决于两个因素：一是，作为一家大公司的各个组成部分是运营得更好还是更

差？二是，在母公司的管理之下，公司的资本配置是更优还是恶化？

换言之，伯克希尔有没有给旗下各个企业带来什么优势？或者，伯克希尔直接持有这68家企业是不是更好？这些都是重要的问题，但是，必须由你们自己来回答。

让我们来看两组数据（见表6-1、表6-2），看看我们由何处来，以及现在身处何地。第一组是我们的每股投资金额（包括现金和现金等价物）。在这个计算过程中，我们将金融运营中的投资剔除，因为它在很大程度上被负债所抵消。

表 6-1

| 年 度              | 每股投资 <sup>①</sup> |
|------------------|-------------------|
| 1965             | \$4               |
| 1975             | 159               |
| 1985             | 2407              |
| 1995             | 21 817            |
| 2005             | 74 129            |
| 1965～2005 年复合增长率 | 28.0%             |
| 1995～2005 年复合增长率 | 13.0%             |

①扣除少数股东权益。

在少数由我们保险公司持有的可流通证券之外，我们持有品种繁多的非保险类的企业。表6-2是这些企业扣除商誉摊销后的每股税前盈利：

表 6-2

| 年 度              | 每股利润 <sup>①</sup> |
|------------------|-------------------|
| 1965             | \$4               |
| 1975             | 4                 |
| 1985             | 52                |
| 1995             | 175               |
| 2005             | 2 441             |
| 1965～2005 年复合增长率 | 17.2%             |
| 1995～2005 年复合增长率 | 30.2%             |

①税前且扣除少数股东权益。

当我们讨论增长率时，有必要留心一下基期和终期的年度选择问题。如果它们中有一个选择失当，任何关于成长率的计算结果都是扭曲的。尤其是在基期盈利非常小的情况下，那么，计算出来的增长率会非常惊人，但实际上，毫无意义。然而，在上面的表格中，作为基期的1965年，盈利异乎寻常的好。那一年是此前十年中伯克希尔盈利最好的一年。

从上面的两张表格中，你们可以看到，伯克希尔的每股投资和每股盈利这两个指标的相比较的增长率，在过去十年中变化很大。这个结果反映了我们的经营越来越多地向企业收购方面倾斜。尽管如此，芒格和我还是希望这两张表格中的数字都得到提升。

[1] 1996年所有者手册，1987年，1985年，1996年，2005年，精简更新于2006年。

## C. 透视盈余<sup>[1]</sup>

当一家公司持有另一家公司部分股权时，在会计做账方面，必须从三个大类型中选择一类合适的记账方法。在很大程度上，拥有股票的比例决定了使用哪一类会计原则。

按照公认会计原则（GAAP）的要求（自然地，会有意外情况……），对于持股超过50%的企业，应该合并销售、费用、税金和盈利。伯克希尔持有60%股权的蓝筹印花公司就属于此类，因此，该公司的所有收入、费用等，都被完整地包括在伯克希尔的合并损益报表之中，其他股东持有的40%的所有者权益则在报表中作为“少数股东权益”进行扣减。

如果持有的股份为20%~50%（通常被称为“被投资方”），完全合并收益也很常见。例如，伯克希尔持有48%的威斯科金融公司，它的收益仅被记录在投资方损益表上的一个分录中。与持股超过50%的那类不同，此类投资的处理方式是，所有的收入和成本项都会被省略，只按比例记录盈利。这样，如果A公司持有1/3的B公司，那么B公司盈利的1/3，即便不派发股息，也会被反映在A公司账面盈利上。在这一类（20%~50%）和持有超过50%那一类中，出于公司间税务和收购价格调整的考虑，会有一些修改，我们会在之后做出解释。（我知道你们不能再等了。）

关键词：三类持有比例的会计记账法

最后一类，指的是持股在20%以下的情况。在这类投资情形下，会计准则要求，只有在收到分红时，投资方公司才能记入损益表，未派发的盈利不计。因此，如果我们持有X公司10%的股份，它在1980年盈利1000万美元，在不考虑公司分红附带的少量税务的情况下，我们公司在损益表中的记录是：①如果所有1000万美元盈利全部发放，就记录100万美元；②如果派发50%盈利，就记录50万美元；③如果留存全部盈利再投资，就记录为0。

我们将这个简短的——而且非常简单的会计课程提供给你们，是因为伯克希尔在保险领域的很多投资都属于第三类，即持股在20%以下的情况。这些投资对象中的很多公司派发的分红只是它们盈利的一小部分，这意味着，我们账面上记录的盈利仅仅是它们真实盈利的一小部分。尽管我们的财报盈利反映的仅仅是收到的分红，但是，我们真实的经济实力取决于这些公司的盈利，而不是分红。



近年来，由于我们的保险公司发展势头良好，以及证券市场上普通股出现的特别有吸引力的机会，我们对第三类公司的投资持股大幅增加。这类财产的大幅增加，已经产生了非凡的结果。去年，这些被投资公司中属于“我们的”盈利（没有以分红形式派发给我们的相应部分），已经超过了伯克希尔年度运营盈利总和。因此，一般说来，传统的会计准则仅仅允许投资盈利的“冰山一角”出现在我们的报表上。在企业界，这种情况很少见，但这种情况在我们这里会再次发生。

我们自己的实际收益分析，与公认会计原则有所不同，尤其当这些原则必须在一个高度不确定的通货膨胀世界中应用时。（但是，批评这些会计原则比改进这些原则容易得多，内在问题已经是根深蒂固了。）我们拥有很多公司100%的股权，从会计原则上说，我们完全控制了这些公司的处置权，但是它们的财报盈利并不能完全地反映在我们这里。（所谓“控制”是理论上的，除非我们将所有盈利都进行再投资，否则原有的资产价值会发生巨大的损耗恶化。但这些再投资不可能取得接近市场资本回报率的回报率。）相比之下，我们也有一些仅持有少数股份的公司，它们的盈余再投资非常杰出，其所保留的资金还能为我们赚取更多的盈余。

因此，伯克希尔留存盈余的价值并不取决于我们持有100%、50%、20%或1%股份的公司如何留存这些盈余，而是取决于如何运用这些留存盈余以及其运用的效益。这与我们自己或聘请的经理人如何决策、如何使用没有什么关系。（真正起作用的是剧本，而不是演员。）我们财报中运营盈利包括或不包括这些留存利润，对于价值并无影响。打个比方，就像一棵长在我们拥有部分权益的森林中的树，或许在财务报表上并未记录它的成长，但我们仍然拥有它的一部分。

必须提醒的是，我们的观点并非传统的观点。我们宁愿将盈利交由只持股10%公司的优秀经理人好好发挥，也不愿意交给潜质有限的经理人管理，哪怕这个经理人是我们自己。

“盈利”这个词有着明确的定义。而当盈利的数字得到不合格的审计师签署的意见背书时，天真的投资者可能会以为它就像圆周率一样经过精确的计算，精确到小数点之后的很多位。

然而，在现实中，当公司由骗子领导时，盈利数字可能就像抹灰腻子一样任意捏造。当然，真相最终会浮出水面，但与此同时，大笔金钱或许已被骗走。当然，在美国，一些重量级人物的财富也是由会计幻象的货币化创造出来的。

伯克希尔公司自己的财报盈利在某些重要方面也存有令人误解的成分。我们进行了大量的对外投资，被投资公司的盈利远远大于其分红数额，但我们的账面上只能记录分红的数字，而不是相应的盈利数字。

最为极端的明显例子是大都会/ABC公司，我们持有这家公司17%的股份，相应的盈利约为8300万美元。但是，根据GAAP，伯克希尔的损益表中只能反映收到的分红53万美元（它派发60万美元红利，其中含税7万美元），余下的8200多万美元的留存利润，会继续为我们工作，但却不被记录在我们公司的账上。

关键词：透视盈余

我们对于这种“被遗忘，但却存在”的盈利的态度很简单：如何记录这些数字并不重要，重要的是，它们的归属以及之后的运用效益。至于审计师们是否听到森林中有一棵树倒下，我们并不关心，我们关心的是，这棵树属于谁以及拿它做什么。

当可口可乐公司用它的留存利润回购股份之时，等于提高了我们在这家世界上最有价值的公司的所有权比例。（当然，可口可乐在很多方面都有运用留存利润提升价值的行为。）除了回购股份之外，可口可乐还会将利润以分红形式派发给股东，我们则可以用这些分红买入更多的可口可乐股票。

只是相对于前一种方式——“公司回购股份”而言，以“分红再买入”的后一种方式是效率较为低下的方式，因为我们需要为分红支付税金。如此一来，对于公司同样的资金支出，后一种方式使得我们提升的持股比例不如前一种高。然而，具有讽刺意义的是，后一种方式在伯克希尔的财报上会体现出更多的“盈利”。

我相信衡量我们盈利的最好方法是使用术语——透视盈余（look-through earnings），其计算方式如下：

我们1990年对外投资的相应盈利大约为2.5亿美元，均为留存利润。减去0.3亿美元的税款（如果这些利润全部分派给我们的话），得到余额2.2亿美元，加上我们公司的运营盈利3.71亿美元，这样，我们在1990年的透视盈余大约是5.9亿美元。

我们认为，对一家公司的全体所有者而言，公司留存利润的价值取决于这些利润的使用状况，而不是拥有的持股比例。如果你在过去十年拥有伯克希尔1%股份的1%，以经济利益衡量，你也能从你那份公司留存利润

中斩获颇丰，无论使用什么样的会计方式。假设你拥有不可思议的20%的股份，按比例计算，你所获得的也是一样的。但是，如果你在过去十年中，拥有很多资本密集型企业100%的股份，在标准会计方法下，全部确认的、精确的留存利润也只会给你带来很少的价值，或者根本没有价值。

这并不是对会计流程的批判，我们并不打算再设计一套更好的会计体系，只是想说，管理层和投资者都一样，必须明白，会计数字仅仅是企业估值的开始，而不是结尾。

在绝大多数公司中，少于20%的股权投资无足轻重（或许，部分原因是它们阻碍了盈利的最大化），而且，我们刚刚讨论的，会计结果和实际经济结果之间的区别也无关紧要。但是，在我们自己的现实中，这种情况非常巨大，而且越来越重要。它们巨额的体量让我们相信，我们财报上运营利润数字的意义已经非常有限。

关键词：会计数字仅仅是企业估值的开始

整个股市是由很多美国大型公司所组成的巨大拍卖竞技场，我们的任务就是挑选出一些优秀的公司，它们能将每一美元的留存利润转化为至少一美元的市场价值。尽管犯过很多错误，截至目前，我们还是较好地完成了这个目标。在这个过程中，我们得到了经济学家亚瑟·奥肯（Arthur Okun）守护神——圣抵消（St.Offset）先生的大力协助<sup>[2]</sup>。

在一些投资案例中，归属我们的留存利润没有产生任何有意义的影响，甚至是负面影响；同时，在另一些案例中，归属我们的留存利润，每一美元转化成了两美元甚至更多。时至今日，在我们所有的投资案例中，成绩骄人者远远超过落后者，好成绩抵消了坏结果。如果我们能够继续保持这样的记录，这将证实我们将“经济盈利”最大化的努力卓有成效，无论“会计盈利”的影响如何。

我们也相信，投资者能够从专注于自己的“透视盈余”中受益。具体的算法是，投资者将自己投资组合中持有的股票一一审视，确定每一只股票相对应的公司盈利比例，然后加在一起。每一个投资者的目标，应该是创建一个投资组合（实际上，这就是一个公司）。看看这个组合在从今天开始的十年左右，可以为主人提供的最大限度的透视盈余。

这样的方式会强迫投资者思考企业的长期前景，而不是短期的股价表现。观点会改变结果。当然，长期而言，投资决策的记分牌是市场价格。的确如此，但是，决定价格的是未来的盈利。就像打棒球一样，投资者需

要盯着的是场上，而不是记分牌。

关键词：像组建公司一样建立投资组合

对于公司管理水平高低的主要测试标准，是运用权益资本取得回报率的高低（没有过度的财务杠杆、会计花招等等），而不是每股盈利的持续增长。以我们的观点看，如果公司管理层和金融分析师们可以修订他们对于每股盈利以及每年变化的强调，那么，很多公司就可被股东和大众更好地理解。

[1] 1980年，1990年，1982年，1991年，1979年。

[2] 这是个巴式幽默。——译者注

## D.经济的商誉vs.会计的商誉<sup>[1]</sup>

我们公司的内在价值大大超过账面价值，主要有两个原因：

（1）根据标准会计原则的要求，我们旗下的保险公司持有的普通股票以市价记账，而我们持有的其他股票按照“成本或市价孰低”的原则入账。

到1983年年底，后一类持股的市值已经超过了7000万美元（税前），或相当于税后5000万美元。这部分超额利润属于我们企业的内在价值，但却没有体现在我们的账面价值上。

（2）更重要的是，我们拥有的几家公司，它们的经济商誉（包括在企业内在价值中），远远大于反映在我们资产负债表上和账面价值上的会计商誉。

关键词：ROE重于EPS

实际上，即便你们从来没想过商誉及其摊销的问题，也能过着充实而有意义的生活。但是，投资和管理专业的学生应该明白这个主题所包含的细微差别。我自己的想法与35年前相比已有了巨大的变化。那时，我所受到的教育看重的是有形资产，而避开那些倚重经济商誉的企业。这种偏见令我错失良机，犯了很多重大错误，尽管我们的原则是“宁可错过，避免犯错”。

凯恩斯发现了我的问题所在：“最难的不在于接受新思想，而在于如何摆脱旧思想的束缚。”我摆脱旧思想的过程可谓太迟了，部分原因是我从同一位老师那里所学到的东西实在太有价值了，它们在过去有用，并将继续有用。最后，直接或间接的从商经历，让我对那些拥有巨大持久商誉而仅需极少量有形资产的企业兴趣浓厚。

对于那些对会计术语和商誉感兴趣的人，我推荐他们读一下相关材料。你们应该明白，芒格和我都认为伯克希尔拥有的非常巨大的经济商誉价值，远远超过我们财报上反映出来的账面价值。

下面的讨论，涉及的是经济商誉和会计商誉的问题，而不是我们日常所说的“友好”<sup>[2]</sup>。

例如，一家企业可能得到大部分客户的喜欢，甚至热爱，但却不具有

经济商誉。（曾经是最大公司的美国电话电报公司AT&T在其破产之前，被人普遍看好，但却没有一丁点儿的经济商誉。）相反，令人遗憾的是，一家企业可能并不为客户喜欢，但却拥有巨大的、日益成长的经济商誉。因此，暂时将情感放在一边，专注于经济学和会计吧。

当一家公司被收购时，会计准则要求收购价首先按照收购资产相应的公允价值记账。之后，那些资产的公允价值之和（在减去负债之后）小于收购价格，这个差额就会计入另一项目——收购价格超过资产净值部分。为了避免这种重复冗长的说法，我们将其称为商誉。

在1970年11月之前进行的企业收购，其中涉及的商誉处理有特别的存续期。除了极少数的情况，只要被收购的资产一直存在，就会被允许留存在资产负债表上。这意味着，公司无须为渐渐消失的资产进行摊销，也就不会降低公司盈利。

但是，自从1970年11月之后，情况有了新变化。如果收购活动产生了商誉，那么，商誉必须在40年内，以每年均摊的形式，在收益账目中摊销。因为，40年是所允许的最长期限，所以，管理层（包括我们在内）通常选择40年为期。

会计商誉就是这样起作用的。为了明确它与经济现实之间的差别，让我们近距离看手边的一个例子。我们将会采取四舍五入的方法，以便于理解。我们也会提到投资者和管理层。

关键词：经济商誉

1972年初，蓝筹印花公司以2500万美元购买了禧诗糖果公司。当时，禧诗糖果的有形资产大约800万美元。（在这个案例中，应收账款被归类为有形资产，这对企业分析而言很合适。）这个水平的有形资产足以在不用举债的情况下，维持公司正常运营，除了季节性的短期借款。禧诗糖果当时的税后利润约为200万美元。以1972年的美元不变价值来看，这种盈利水平保守地代表了禧诗的未来盈利水平。

这样，我们的第一堂课就是：当企业被预期可以产生的回报，远远高于市场回报率时，这样的公司在逻辑上具有远高于其有形资产的价值。这种超额回报的资本化就是经济商誉（economic Goodwill）。

在1972年（现在也一样），几乎很少有企业被认为可以在有形资产的基础上，持续获得25%的税后回报，禧诗糖果做到了，而且是在保守的会计和没有财务杠杆的情况下做到的。这种超额回报的产生，并不是来自于

存货、应收账款或固定资产的公允价值，而是来自于无形资产，尤其是客户心中无数次由产品品质和个人体验带来的愉悦经历，所形成的普遍认同的良好声誉。

这种声誉创造了一种消费特许权（consumer franchise），对于消费者而言，产品的价值不再限于成本，不再是决定售价的主要因素。消费特许权是经济商誉的主要来源，其他来源包括不受利润管制的政府特许权，例如电视台，以及在一个行业中作为低成本生产商的持久地位。

让我们回到禧诗糖果的会计案例。蓝筹印花公司以超出有形资产1700万美元的价格收购禧诗糖果，这就要求建立一个同等金额的商誉账目，作为蓝筹印花资产负债表上的一项资产，在收购之后的40年里，每年从盈利中扣除425000美元，用于摊销这笔商誉资产。

到1980年，经过11年的摊销之后，1700万美元已经减少到1250万美元。同时，伯克希尔持有60%的蓝筹印花的股权，因此，也就持有60%的禧诗糖果公司的股权。这意味着伯克希尔的资产负债表上，反映了60%的禧诗糖果的商誉，大约相当于750万美元。

1983年，伯克希尔在一次兼并中获得了蓝筹印花公司的其余股份，对此，会计上要求使用“购买法”（purchase accounting），而不是其他收购中使用的“权益合并法”（pooling）。在购买法方式下，我们支付给蓝筹印花公司股东的“公允价值”超出了该公司的净资产值。就像大多数上市公司使用自己的股票进行收购一样，这个公允价值按照股票的市值衡量。

“收购的”资产是蓝筹印花40%的股份（正如你们已知的一样，伯克希尔之前已经持有其60%的股份）。伯克希尔“支付”的金额超出我们收到的可确认5170万美元净资产值，这些被转入两个商誉：2840万美元转入禧诗糖果公司，2330万美元转入《水牛城晚报》公司。

因此，在完成与蓝筹印花的合并之后，伯克希尔留下的禧诗糖果商誉由两部分构成：一是，1971年收购剩余的750万美元；二是，1983年的“购买”新创造出来的2840万美元。眼下，我们的摊销费用在未来28年中每年大约100万美元，在之后的12年中——2002到2013年——每年大约70万美元。

换言之，不同的收购日期和收购价格，使得我们对于同一个资产的两部分，在账面上记录了不同的资产价值以及摊销费用。（再次重复一下免责声明：我们并没有更好的会计体系的建议。我们要解决的问题是令人难以置信的任意变更规则。）



但什么是经济现实？一种现实是，自从收购禧诗之后，每年从利润表中扣除的摊销费用，并非真实的经济成本。我们知道情况，因为禧诗糖果去年以2000万美元的有形净资产，获取税后盈利1300万美元，这种表现充分说明，经济商誉的存在远远大于我们会计商誉的最初成本。换言之，当会计商誉从收购之时开始渐渐减少的同时，经济商誉却在以不规则但非常稳健的方式上升。

另一个现实是，未来每年的摊销费用与经济成本不相一致。当然，禧诗的经济商誉可能会消失，但它不会像其他类似的东西一样缩水。在我们的现实中，更有可能发生的是，由于通货膨胀的存在，它的商誉会继续上升，即便不考虑美元的价值变化，以当时美元来衡量也是如此。

这种可能性的存在，是因为真实的经济商誉在名义价值上，会随着通货膨胀的上升而上升。为了解释这种现象的机理，我们将禧诗糖果与另外一家平凡的公司做比较。

当我们在1972年收购时，记忆中它以800万美元的有形净资产盈利大约200万美元。让我们假设一下，假定一个平凡公司也盈利200万美元，但需要1800万美元的有形净资产来运营。它的盈利仅仅是有形资产的11%，这家平凡公司的经济商誉极小，甚至没有。

关键词：具有商誉的公司vs. 没有商誉的公司

这样没有商誉的公司，只能以有形净资产的价格出售，即1800万美元。相比之下，我们收购禧诗的价格是2500万美元，尽管两家公司盈利相同，甚至禧诗“真实的”资产不到那个平凡公司的一半。

有一句话叫作“少即是多”，真的会是这样吗？就像我们购买禧诗的价格所暗示的那样？答案是：“YES！”即便两家公司被预期有着同样的单位产量，只要你像我们一样，身处1972年通胀不断的世界里，两家公司最终的命运会天差地别。

要想明白背后的原因，想象一下，价格水平翻一番对于两家公司的影响。两家公司都需要将其名义利润翻一番，达到400万美元，以保持与通货膨胀率的一致。这看起来不需要什么诀窍，就是在先前价格的基础上，以翻一番的价格卖出同样数量的产品，假设利润率没有变，利润一定是翻番的。

但是，关键在于，要达成这个目标，两家公司都需要将它们在有形净资产上的名义投资翻一番，这是通货膨胀强加给企业的一种经济要求，无

论企业好坏。翻一番的销售金额意味着，应收账款和存货也会相应立刻增加，投在固定资产上的投资对于通胀的反应较慢，但可能与通胀相同。所有这些通胀要求的投资，都不会提高回报率。这些投资的目的是为了企业的生存，而不是股东的发达。

然而，请记住，禧诗糖果的有形净资产仅仅是800万美元。因此，只要再额外投入800万美元就能满足通胀带来的要求。而同时，那家平凡公司的负担超过禧诗两倍，它需要另外1800万美元的资本金。

当尘埃落定之后，现在，平凡公司每年盈利400万美元，其有形资产价值3600万美元。这意味着，它的股东每新投资的1美元得到了1美元的名义价值。（如果他们把钱放在储蓄账户里，也会得到同样的“存一得一”的结果。）

然而，禧诗糖果的盈利也是400万美元，如果按我们收购时的估值，它或许值5000万美元。这样，它就增加了2500万美元的名义价值，而股东们仅仅额外投资了800万美元。在这个案例中，每1美元的投资获得了3美元的名义价值。

即便如此，也要记住，类似禧诗糖果这样的公司，它们的股东是被通胀所迫而追加的800万美元额外投资，只是为了保持真实利润的不变。任何一个没有财务杠杆，且需要有形资产运营的企业（几乎包括所有企业），都会受到通货膨胀的侵害。那些需要较少有形资产的企业仅仅是受到的伤害较小而已。

当然，对于很多人而言，这些很难把握。多年以来，传统智慧关于通胀的防护（其实是长于传统而短于智慧），都是拥有自然资源、厂房机器或其他有形资产（就像货币上印的那句话：“上帝与我们同在”）。但实际情况并非如此。通常，资产庞大的企业回报率低下，以至于无法提供足够的资本满足通胀情况下维持生存的需求，也就没有真实的增长，无以回报股东，或收购新的企业。

相比之下，在通货膨胀期间建立起来的不成比例的巨大财富，往往来源于这样类型的企业，它们拥有价值持久的无形资产，对于有形资产的要求也较少。在这类企业里，以名义美元代表的盈利会向上跃升，而且，这些盈利可以用来收购其他的公司，扩大企业规模。这种现象在通信行业尤其明显。这类企业对于有形资产的要求较少，而它的特许权可以持续存在。商誉是不断给予的礼物。

但是，这种说法自然地只适用于真正的经济商誉。虚假的会计商誉

——到处都存在——则完全不是这么回事。当头脑发热的管理层冲动地以愚蠢的价格购买了一家企业，人们就会看到之前描述的那些微妙的会计细节。因为，这些愚蠢的价格哪里也去不了，只能归到“商誉”账目。考虑到创建这个账目管理学科的匮乏，在这种情况下，商誉（Goodwill）被称为“毫无意义”（No-Will）更合适。无论使用什么样的名词，这种40年的惯例有目共睹，曾经冲动的“肾上腺素”被资本化，作为一项“资产”被保留在账面上，假装当初的并购很明智一样。

如果你们坚持认为商誉的会计处理是衡量经济现实的最好指标，我建议考虑一个问题。

假设一家公司，每股净资产为20美元，均为有形资产。再假设这家公司已经内生式建立了消费特许权，或者它很幸运，获得FCC（Federal Communications Commission，美国联邦通信委员会）的许可，收购了一些重要的电视台。因此，它以有形资产获得丰厚回报，比方说，每股5美元，也就是ROE为25%。

有了这样的财务数据，它可能卖到100美元/股，或者更高。而且，它很可能在以谈判方式进行的整体收购中，同样得到这样的高价。

假设一位投资者以100美元/股的价格买入该股，实际上，其中的80美元是支付给了商誉（就像一个公司买下整个公司一样）。请问，这位投资者可以将2美元/股转嫁出去（80美元除以40年），以计算“真正”的每股盈利吗？如果是这样，请问，每股3美元的盈利可以让他重新思考一下购买价格吗？

我们认为，公司管理层和投资者同样都应该从两个方面看待有形资产的问题：

（1）在分析公司运营成果时——即，评估一家企业的基本财务状况时——摊销费用可以忽略不计。

一家公司在没有财务杠杆的情况下，剔除商誉的摊销影响，其净资产的获利能力，是评估一家公司财务吸引力的最佳指南。

（2）在评价一项收购行为是否明智时，摊销费用也应该忽略不计。

它既不应该从盈利中扣减，也不应该从企业成本中扣减。这意味着，在任何摊销费用前，永远将购买的商誉视为全部成本。

关键词：可以忽略不计的摊销

而且，成本应该被包括在内价值之内，不仅仅是记录的会计价值，它与并购时的证券市值无关，也与会计上“权益合并法”的处理方式无关。

例如，我们并购蓝筹印花公司时，为禧诗糖果和《水牛城新闻》支付了40%的商誉，超出了我们入账的5170万美元。这种不一致的存在是因为，用于并购而发行的伯克希尔股票的市值低于其内在价值，但这对于我们而言，是真实的成本。

就运作而言，从（1）看是一个赢家，从（2）看却可能苍白无力。一个好企业并不总是一个好的购买对象，尽管，它是寻找收购对象的好地方。

当伯克希尔以超过GAAP的净资产价格，溢价收购一家企业（这很常见，因为我们想买的绝大多数公司几乎都没有折扣出售），这个溢价会计入资产负债表的资产方。关于如何记录溢价，就会有很多会计规则。但为了简化这项讨论，我们将专注于商誉问题，几乎伯克希尔所有的收购溢价都归入了这个项目。例如，我们最近收购盖可保险公司另一半股权（伯克希尔之前持有盖可50%），我们大约记录了16亿美元的商誉。

GAAP要求在不超过40年的时间里摊销商誉——也就是“减值”。因此，我们收购盖可保险产生的16亿美元的商誉，将每年从盈利中扣减4000万美元，以40年时间完成该项摊销。

在会计意义上说，盖可的商誉以每年等额摊销的形式逐渐消失。但有一件事，我可以保证，那就是我们收购的盖可的经济商誉不会以同样的方式递减。实际上，我可以猜到的最好结局是，盖可的经济商誉非但不会下降，反而会上升，并且，很可能是大幅上升。

在1983年的年报中，我对禧诗糖果的商誉做过类似陈述。当时，我将它作为商誉会计讨论的例子。那时，我们的资产负债表上有3600万美元的禧诗商誉。自那之后，我们每年从盈利中摊销大约100万美元的商誉资产，现在的余额已经下降到了2300万美元。换言之，从会计的角度，禧诗自1983年至今，已经减少了一大笔商誉。

然而，经济现实中的差别不可能更大了。1983年，禧诗糖果以1100万美元净运营资产，取得2700万美元税前利润；1995年，它仅以500万美元净运营资产，取得5000万美元利润。很明显，在这期间，禧诗的经济商誉有着惊人的上升，而不是下降。同样非常清楚的是，此时禧诗的价值，比我

们账面上记录的价值多出数千万美元。

当然，我们可能会出错，但是我们预计盖可保险会计价值的逐渐减少，会伴随着其经济价值的增长。的确，这在我们控股的大多数公司中，已经成为一种模式，禧诗的例子并非个案。这就是为什么经过提供我们的运营利润，你们可以忽略所有购买法会计方式进行的调整。

将来，我们也会对透视盈余采用同样的政策，以摆脱受购买法会计处理方式带来的被投资公司盈利的影响。对于一些账面上仅有少量商誉的公司，例如可口可乐或吉列，我们不会采取这种处理方式。然而，我们将其延伸至富国银行和迪士尼公司，这两家公司近来都进行了巨额的并购，产生了异常巨大的商誉成本。

在结束这个话题之前，我们要发出一个重要的警告：投资者经常被上市公司CEO和华尔街分析师们引入歧途，他们常将折旧费用与我们刚刚讨论的摊销费用等同起来。实际上，这两者根本是不同的：除了极少数的例外，折旧是一项真实的经济成本，就像工资、原材料或税金一样，这在伯克希尔以及所有我们研究过的公司里，都是真实的存在。

此外，我们不认为EBITDA（earnings before interest, taxes, depreciation and amortization，支付利息、税款、折旧、摊销之前的盈利）是一种有意义的业绩评价方法。那些不理睬折旧的重要性，而强调现金流或EBITDA的经理人，容易做出错误的决策。你们在做出自己的投资决策时，应该将这些牢记在心。

[1] 1983年，1983年附录，1996年所有者手册。

[2] goodwill兼有商誉和友好之意。——译者注

## E. 股东盈利和现金流谬论<sup>[1]</sup>

按照GAAP的规定，很多企业收购要求对重大的收购价格进行会计调整。当然，GAAP的数字会出现在我们的合并报表中。但是，我们的观点认为，对于投资者或公司管理层而言，GAAP的数字并不一定是最有用的。因此，收购价格调整之前的特定运营单位盈利数据，是值得考虑的数字。实际上，如果我们没有收购，这些公司应该自己报告这些盈利。

关键词：折旧与摊销的不同

会计问题的讨论是枯燥的，有人毫无兴趣，也有人兴致盎然。对于我们以这种方式演示的原因的讨论，永远不能取代情色小说，而且也不要求非读不可。但是，我们知道，在6000名股东中，有人对于我信中关于会计的内容兴奋不已。我们希望这两类人都能喜欢。

首先，来一个小测试，表6-3是1986年两家公司的简要利润表。哪一家公司更有价值？

表 6-3

| 利润表             |                |                           |
|-----------------|----------------|---------------------------|
|                 | 公司 O           | 公司 N                      |
|                 | (单位：千美元)       |                           |
| 营业收入 .....      | 677 240        | 677 240                   |
| 销货成本：           |                |                           |
| 历史成本，不包括折旧 .... | 341 170        | 341 170                   |
| 特殊非现金存货成本 ..... |                | 4 979 <sup>①</sup>        |
| 工厂和设备折旧 .....   | <u>8301</u>    | <u>13 355<sup>②</sup></u> |
|                 | <u>349 471</u> | <u>359 504</u>            |
| 毛利 .....        | 327 769        | 317 736                   |
| 销售和行政费用 .....   | <u>260 286</u> | 260 286                   |
| 商誉摊销费用 .....    |                | <u>595<sup>③</sup></u>    |
|                 | <u>260 286</u> | <u>260 881</u>            |

(续)

| 利润表              |               |                                |
|------------------|---------------|--------------------------------|
|                  | 公司 O          | 公司 N                           |
|                  | (单位：千美元)      |                                |
| 运营利润 .....       | 67 483        | 56 855                         |
| 其他收入净值 .....     | <u>4 135</u>  | <u>4 135</u>                   |
| 税前利润 .....       | 71 618        | 60 990                         |
| 适用所得税：           |               |                                |
| 历史递延税额和本期税额 .... | 31 387        | 31 387                         |
| 非现金跨期分摊调整 .....  | <u>31 387</u> | 998 <sup>④</sup> <u>32 385</u> |
| 净利润 .....        | <u>40 231</u> | <u>28 605</u>                  |

注：表中①～④将在下文中专门讨论。

正如你已经猜到的那样，O公司和N公司是同一家企业——斯科特·费



泽公司。在O（O代表old，老公司）公司栏中，我们给出了如果我们没有收购该公司，它的GAAP盈利情况。在N（N代表new，新公司）公司栏中，我们给出了伯克希尔收购该公司之后，它在伯克希尔实际的报表上显示的盈利。

必须强调的是，两个栏目描述的是同一个经济状况——即，同样的销售收入、同样的工资、同样的税金等等。而且，这“两家”公司都为投资者创造了同样数量的现金，只是会计方式不同而已。

那么，哲学家朋友们，你们认为哪一个栏目体现了真实的现实？公司管理层和投资者应该关注哪一组数据？

在我们解决这些问题之前，让我们看看是什么导致了O公司和N公司的一致。在某些方面，我们将简化我们的讨论，但是，这种简化不应该在分析或结论中产生任何偏差。

O公司和N公司之间的差异，是因为我们为收购斯科特·费泽公司支付的价格，超出了它自身报表上披露的净资产值。根据GAAP的要求，这种差异——溢价或折价——必须记录在“购买价格调整”账目下。在这个案例中，它的账面记录的净资产值为1.724亿美元，我们支付的收购价为3.15亿美元。这样，我们支付的溢价为1.426亿美元。

在会计上处理任何支付的溢价，第一步是将流动资产的账面价值调整为现值。在实际操作中，这个要求通常不会影响应收账款，但是会影响存货。由于2290万美元的LIFO储备和其他会计杂项<sup>[2]</sup>，斯科特·费泽公司的存货账户比之账面价值，存在3730万美元的折扣。因此，我们用1.426亿美元溢价中的3730万美元来增加存货的账面价值。这是我们的第一步会计行动。

假设，在流动资产调整之后，还有溢价存在，那么下一步就是将固定资产调整为现值。在我们的案例中，这种调整也需要一些与递延税项相关的会计技巧。既然是简化的讨论，我将会跳过细节，直接给你亮出底线：我们将6800万美元加到固定资产上，将1300万美元从递延税中剔除。这样，在进行了8100万美元的调整之后，我们还剩下2430万美元的溢价需要分配。

如果我们的情况需要，接下来会采取两个步骤：将无形资产而不是商誉调整至当前公允价值，以及将负债重新调整至当前公允价值，后者通常仅仅影响长期负债和未支付的退休基金负债。然而，在斯科特·费泽公司这

个案例中，这两个步骤都没有必要。

在为所有资产和负债都记录了公允市场价值之后，我们需要做的最后一步会计账户调整是将剩余的溢价部分归入商誉项目（从技术上讲，这被称为“成本超出所得净资产公允价值的部分”）。这个剩余的溢价部分是2430万美元，因此，斯科特·费泽公司的资产负债表立刻从收购之前的O栏变成了N栏（见表6-4）。实际上，两张资产负债表都描述了同样的资产和负债，但是，正如你们可以看到的那样，一些数字大不相同。

表 6-4

| 资产负债表                    |                |                |
|--------------------------|----------------|----------------|
|                          | O 公司           | N 公司           |
|                          | (单位：千美元)       |                |
| <b>资产</b>                |                |                |
| 现金和现金等价物 .....           | 3593           | 3593           |
| 应收账款净额 .....             | 90 919         | 90 919         |
| 存货 .....                 | 77 489         | 114 764        |
| 其他 .....                 | 5954           | 5954           |
| 流动资产合计 .....             | 177 955        | 215 230        |
| 土地、工厂、设备净值 .....         | 80 967         | 148 960        |
| 对于非合并子公司和合资公司的投资预提 ..... | 93 589         | 93 589         |
| 包括商誉的其他资产 .....          | 9836           | 34 210         |
|                          | <u>362 347</u> | <u>491 989</u> |
| <b>负债</b>                |                |                |
| 应付票据和长期负债的当前部分 .....     | 4650           | \$4650         |
| 应付账款 .....               | 39 003         | 39 003         |
| 应计负债 .....               | 84 939         | 84 939         |
| 流动负债合计 .....             | 128 592        | 128 592        |
| 长期负债和资本化租赁 .....         | 34 669         | 34 669         |
| 递延所得税 .....              | 17 052         | 4075           |
| 其他递延贷项 .....             | 9657           | 9657           |
| 负债合计 .....               | 189 970        | 176 993        |
| 股东权益 .....               | <u>172 377</u> | <u>314 996</u> |
|                          | <u>362 347</u> | <u>491 989</u> |

资产负债表N栏中较高的数字，导致损益表N栏中较低的盈利数字。这

是资产增记（write-up）以及一些增记资产必须折旧或摊销的结果。资产的数字越大，每年对于盈利的折旧或摊销费用也就越高。因为资产负债表上的增记而转入损益表的费用显示如下：

（1）4979000美元的非现金存货成本，主要来自于斯科特·费泽公司1986年对存货的减值。在未来的年度里，这种费用将逐渐减少，直至消失。

（2）5054000美元的额外折旧，归因于固定资产的增记。大约这个数字还要再继续12年。

（3）595000美元的商誉摊销。这笔费用还要继续39年，而且数字还会略微增加，因为我们的收购时间发生在1月6日，所以，1986年的数字仅仅是当年摊销费用的98%。

（4）998000美元的递延税技巧，这些技巧已经超出了我的简要说明（或许也超出了非简要说明）的能力。大约这个数字的年度费用还会再继续12年。

截至1986年年底，通过从N公司盈利中额外剔除1160万美元的费用，O公司和N公司资产净值的差距已经从1.426亿美元缩小至1.310亿美元。年复一年，随着时间的流逝，从利润中扣除类似的费用已经使大部分溢价消失，使“两家公司”的资产负债表渐趋一致。然而，除非处置土地或更多地降低库存水平，否则，在新资产负债表上的较高的土地价值以及大部分较高的存货价值会继续存在。

所有这些，对于股东而言意味着什么？1986年，伯克希尔的股东们到底是买了一家盈利4020万美元的公司，还是一家盈利2680万美元的公司？这1160万美元的新费用，对我们而言，是真实的财务成本吗？相比于投资N公司，投资者应该为O公司的股票支付更高的价格吗？如果一家公司的价值是其盈利的特定倍数，那么斯科特·费泽公司在我们购买之前比购买之后值更多钱吗？

如果我们想通了这些问题，就会领悟到“股东盈余”的内在含义了。这些盈利：（a）财报盈利，加上（b）折旧、损耗、摊销，以及一些其他非现金成本，例如N公司的①和④项，减去（c）每年平均的工厂和设备等的资本化开支，这些是公司维持其长期竞争地位和单位产量所需要的。如果公司需要额外的资本投资以维持其竞争力和单位产量，那么这些额外的资本也应该计入（c）。然而，如果产量不变的话，采用LIFO存货方式的公司通常不需要额外的资本投入。

我们的“股东盈余公式”无法提供像GAAP一样具有欺骗性的、精确的数字，因为（c）一定是猜测，而猜测有时是非常困难的。尽管存在这样的问题，股东盈余这个数字，而不是GAAP的数字，才是与估值目标相关的因素。无论是投资者买股票，还是公司管理层考虑买下整个公司，都应该参考股东盈余这项指标。

关键词：股东盈余

按我们已经概括出来的“股东盈余”方式，O公司和N公司是一样的，这意味着它们的估值也是一样的，就像常识告诉你应该就是这样。得到这样的结论，因为（a）和（b）之和在O栏和N栏中完全相同，以及，（c）肯定在两种情况下都一样。

那么，芒格和我，作为所有者（股东）和管理者，应该相信哪一个才是斯科特·费泽公司真实的所有者盈利呢？在目前情况下，我们认为（c）最为接近老公司的（b）的830万美元，低于新公司的（b）的1990万美元。因此，我们认为O公司的财报盈利比N公司更具说服力。换言之，我们感觉斯科特·费泽公司的股东盈余数字比我们财报中的GAAP数字大得多。

这显然是件令人愉悦的事。但是，通常这种计算不会提供什么令人高兴的消息。大多数公司经理人可能会承认，长期而言，他们需要花费比（b）更多的资本，以维持公司的单位产量和竞争力。当这是必要的时候，即，当（c）超过（b）时，GAAP的盈利数字会超过所有者盈利的数字。这种夸大往往是巨大的，近些年来，石油行业就是这种现象的突出例子。如果大多数大型石油公司每年仅花费（b），它们真实的结果肯定要大大缩水的。

凡此种种都清楚地表明，华尔街报告中经常出现的“现金流”数字非常荒谬。这些数字只是例行公事地包括（a）加（b），但没有减去（c）。大多数投资银行的宣传手册中也有这种欺骗性的描述，这些手册会暗示正在发行的公司是一家像金字塔一样伟大的公司——它永远都是一流的，永远不需要更新、改进或翻新。

的确，如果整个美国的所有公司同时通过我们领先的投资银行进行上市发行，并且，如果所有这些公司的宣传销售手册都是可信的，那么，政府对于全国工厂和设备投资的规划预测必将大幅削减90%。

对于一些特定的房地产方面的公用事业，或其他初期支出巨大、而后期支出很小的企业，现金流这个词类似于一个简称。比如一个仅仅拥有一座桥梁为资产的公司，或拥有一个寿命极长的天然气田的公司，都属于这

类。但是，对于制造类、零售业、天然生产业（矿业、渔业、农业等）以及公用事业等，现金流这个词并没有太大意义，对于这些企业，（c）始终是很重要的。可是肯定的是，在一个特定的年份，这类企业可以推迟资本支出。但是，以五年或十年为周期看，这种做法一定会让投资或企业衰退。

为什么现金流这个词，在今天如此流行？必须承认，我们的答案有些玩世不恭：我们认为，这些经常被企业和证券公司推销员使用的数据，是试图证明那些质次价高（用来出售那些根本卖不掉的）的东西。当（a）——GAAP的盈利数字——看起来不足以支撑垃圾债券的债务或愚蠢的股票价格时，那么，对于专注于（a）+（b）的推销员而言，又有什么更好的话说呢？

但是，在没有减去（c）的情况下，你不应该加上（b）。尽管牙医总是说，如果你不关心你的牙齿，它们都会掉光的，同样的情况也适用于（c）。以（a）+（b）忽略（c）这种方式，衡量一家公司的负债能力或为公司估值，持有这种想法的公司或投资者肯定会遇到一些麻烦。

总而言之，在思考斯科特·费泽公司以及我们的其他公司时，我们感觉到，建立在历史成本基础上的（b），非常接近（c）的数字——例如，不包括无形资产的摊销和其他购买价格的调整。（当然，这两项不完全一样。例如，我们在禧诗糖果每年资本化上的开支，超出折旧50万~100万美元，仅仅为了保持我们的竞争地位。）我们对此深信不疑，这是我们将摊销和其他购买价格调整这两个项目分列的原因……而且，也是我们看待单个企业盈利的原因……我们更注重股东盈余数字，而不是GAAP盈利数字。

对GAAP有所质疑在有些人看起来似乎有些不敬。毕竟，如果会计不给我们提供“真实”的企业情况，我们为什么要付钱给他们？但是，会计的工作是记录，不是评估。评估工作最终落在了投资者和公司经理人的肩上。

当然，会计数字是商业语言，而且对于评估企业价值和追踪其发展，有着莫大的帮助。如果没有这些数字，芒格和我会迷路的：对于我们而言，它们是我们评估自己公司和其他公司的起点。但是，公司经理人和投资者应该记住，会计仅仅是有助于商业思考，但却永远不能替代这种思考。

[1] 1986年，1986年附录。

[2] LIFO储备是一个差额，存在于替代存货的当前成本和资产负债表上的存货成本之间。这项差额或许会大幅飙升，尤其是在通货膨胀期间。



## F.期权的估值<sup>[1]</sup>

布莱克-斯科尔斯期权定价公式（Black-Scholes formula）在财经界已经被奉为圭臬。我们在编制财务报表时，需要使用它对股票卖空期权进行估值。计算的关键变量包括合约的到期日和行权价格，以及分析师的波动预期、利率变化和分红情况。

然而，如果将这个公式运用至长期的时间段，它可能会产生荒谬的结论。平心而论，布莱克和斯科尔斯两位先生也知道这一点。但是，他们痴心的信徒却忽略了他们当初发表这个公式时，所附加说明的相关警告。

通常，要验证一个理论，考虑到极端情况可以测试其有效性。让我们来假设一下，我们卖出10亿美元为期100年的标普500看空期权，行权价格为903点（2008年12月31日的指数水平）。使用长期合约假设波动率，以及合适的利率、分红率假设，经过计算，我们会发现这个期权合约“合适的”布莱克-斯科尔斯溢价为250万美元。

为了判断这个溢价是否理性，需要评估标普500指数在一个世纪之后，是否会比今天更低。可以肯定的是，那时的1美元将只是今天1美元价值的一小部分（即便仅仅是2%的通胀率，那时的1美元大约只相当于今天的0.14美元）。因此，这将是推动指数名义价值上升的重要因素。

然而，更为重要的是，在100年的时间里，构成指数的很多公司所留存的利润，会极大地提升公司的价值。在20世纪，道琼斯工业平均指数上升了大约175倍，主要是因为留存利润这个因素。

考虑到所有的因素，我认为在100年的时间里，指数下跌的概率远远小于1%。但是，让我们使用这个数字，同时假设，最大可能下跌幅度是50%（如果真的发生）。在这些假设情形下，合约产生的预期亏损会是500万美元（ $10\text{亿} \times 1\% \times 50\%$ ）。

但是，如果按照合约，事先就收取了250万美元的理论保费（溢价），我们只要将此金额进行年复利0.7%的投资，就足以覆盖这样的损失预期。在0.7%之上赚的每一分钱都是我们的利润。为期100年，利率0.7%，你愿意接受这样条件的借款吗？

让我们从最为糟糕的情况分析一下这个例子。如果假设正确，我们有99%的概率不用支付任何费用。但是，即便在最坏的情况下，即1%的概率



发生成为事实（也就是总共损失10亿美元），我们的借款成本也仅是上升到6.2%。很明显，从这些情况可以判定，如果不是我的假设太疯狂，就是这个公式出了问题。

在我举的极端的例子中，布莱克-斯科尔斯期权公式之所以会显示出可笑的费率，是由于公式中的波动率所导致的。这个波动率取决于过去一段时期的每天、每月或每年的股价变动。但当它用于衡量美国企业从今天到未来100年的价值权重范围时，这个公式就显得有点驴唇不对马嘴，力不从心了。（想象一下，你有一个躁郁症的农场邻居，他每天来给你一个报价，然后，你根据这些报价计算出每天的价格变化，以此作为一个重要的因素输入一个计算程序公式里，预测未来一个世纪农场价值的变化范围。）

尽管在对短期期权的估值方面，历史波动率是个有用的概念（但远远没有到万无一失的地步），但其有效性会随着期权合约的期限拉长而迅速消失。我的看法是，目前我们的长期卖空期权，依据布莱克-斯科尔斯期权公式所定出的价格，已经过分高估了我们的负债，但这种高估的情况，将随着合约的临近到期而逐渐消失。

即便如此，在我们的财务报表上，为长期卖空期权估算负债时，还将继续使用布莱克-斯科尔斯期权公式。这一公式代表的是传统智慧，我如果提出任何替代方案，势必引起极端的质疑声浪。这是完全可以理解的，对于那些用神秘金融工具自行捏造估值的CEO来说，只要是站在保守主义的那一边，就不会有错。但是，芒格和我没有任何意愿加入乐观派的阵营。

在对长期期权进行估值时，芒格和我都认为布莱克-斯科尔斯期权公式会产生较大幅度的错误估值。除了之前举出的极端例子之外，就我们进行的卖空期权合约的情况看，恕我直言，在这个过程中，我们毫无保留地声明，我们期权合约的对家或他们的客户，在布莱克-斯科尔斯公式进行的估值上存在缺陷。

然而，在我们的财务报表上，我们既然会继续使用这个公式。布莱克-斯科尔斯期权公式是一个在期权估值方面被广泛接受的标准，几乎所有的顶尖大学都在教它。如果我们背离了它，可能被指责使用了假冒伪劣的会计手法。

此外，我们会向审计师方面提供我们所遇到的无法逾越的问题：我们的期权合约对家也是他们的客户，他们使用同样的布莱克-斯科尔斯公式对

手中的合约进行估值（我们和他们持有的是同一份合约）。在合约的双方估值相去甚远的情况下，审计师可以同时证明买卖双方对合约的估值都是正确的，这是不可能的事。

布莱克-斯科尔斯期权公式对审计师和监管者具有吸引力的部分原因是，它可以提供准确的数字。芒格和我对此不以为然，我们认为我们的期权合约的真实负债，远远低于布莱克-斯科尔斯公式的估值，但是，我们无法得到一个精确的数字。不止于此，我们同样无法得出盖可保险、BNSF甚至伯克希尔本身价值的精确数字。在得出精确数字方面，我们的确无能为力，但这并不构成我们的困扰，因为，我们宁愿要模糊的正确，也不要精确的错误。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）曾经悄悄地观察过经济学家这个群体，他得出的结论是，经济学家们是在思想上最为经济的一个群体：他们从大学里学了一些知识，然后，一辈子都在吃老本。整个金融界的行为方式也与此类似，例如流行于整个（20世纪）七八十年代的市场有效理论，人们能够亲见这种理论的固执支持者不屑一顾地将有力的事实称为“异常”现象。（我总是热衷于这样的解释：地平协会的学者可能会认为，所谓“轮船可以环球航行”是非常讨厌的说法，并斥之为没有逻辑的异常现象。）

[1] 2008年，2010年。

## 第7章 会计诡计

尽管GAAP（一般公认会计原则）存在缺点，但是如果另起炉灶，再设计一套所谓更好的会计原则，对于这样的主意，我也并不喜欢。其实，现有的原则也有其长处：CEO们可以将GAAP的报表视为他们履行告知股东和债权人义务的开端，而不是结尾。

毕竟，任何一个子公司的经理人，在报告GAAP数字时，如果遗漏了他老板（母公司的CEO）需要的关键信息，一定会发现自己身陷水深火热的麻烦境地。那么，同样的道理，为什么CEO自己不主动将有用的信息披露给老板（公司股东们）呢？

所需要报告的是数据，无论是GAAP的数据、非GAAP的数据或者GAAP之外的数据，它们用来帮助具有一定财务知识的读者回答三个方面的问题：

- （1）这家公司大约值多少钱？
- （2）它实现未来规划的可能性有多大？
- （3）鉴于现有的情况，公司管理层的工作表现有多好？

在大多数情况下，从最低要求的GAAP报告中，找到上述一个或更多问题的答案，其难度介乎困难与不可能之间。现实的商业世界实在是太复杂了，以至于无法用一套简单的规则对整个经济现实中的所有企业进行有效的描述，尤其是那些涉足广泛、业务多元的公司，例如伯克希尔。

更为复杂的问题是，许多经理人并不是将GAAP视为一个需要达到的标准，而是看作一个需要克服的障碍。会计师们通常也乐于提供配合协助。（客户问：“2+2，等于几？”合作的会计师回答：“你想让它等于几？”）即使是诚实、出于好意的管理层，有时也会弹性利用GAAP的规则，选择更有利于展示其业务表现的合适数字。平滑盈利、季度财务数据“大洗澡”等手段，有时也是正直的管理层所采用的“没有恶意的谎言”。

也有一些经理人有意地利用GAAP规则进行欺诈，他们知道很多投资者和债权人将GAAP视为真理。这样，这些骗子会用“富于想象力”的词语解释规则，用符合GAAP的方式巧妙记录企业的交易，但实际上展示给人们的却是一个经济的幻象。

只要投资者，甚至包括一般认为是经验丰富的机构投资者，沉迷于财报稳定增长的“盈利”幻象中，可以肯定的是，一些公司管理层和投行营销人员就会利用GAAP的规则，为你提供你喜欢的数字，无论事实的真相如何。

很多年来，芒格和我观察到很多基于会计准则的大规模欺诈，只有少数做坏事的人得到了惩罚，很多人甚至没有受到谴责。用“笔”盗窃一大笔钱，远远比用“枪”抢劫一小笔钱，安全得多。<sup>[1]</sup>

[1] 1988年信件的引言部分。

## A.会计把戏的讽刺<sup>[1]</sup>

### 美国钢铁公司宣布彻底现代化的方案

美国钢铁公司的董事长迈伦C.泰勒（Myron C.Taylor）今天宣布了一项期待已久的计划，对世界上最大的工业企业进行彻底的现代化改造。然而，出乎意料的是，公司的生产制造计划或营销政策没有任何变化。取而代之的是，公司的会计簿计系统进行了翻天覆地的改变。通过采取进一步改善数字的现代会计和金融工具，公司的盈利能力有了惊人的转变。即便在状况不佳的1935年，可预期的新会计方式可以产生每股接近50美元的财报盈利。这个改进方案是Price，Bacon，Guthrie&Colpitts会计事务所进行全面调查后得出的结果，它包括如下六个方面：

- （1）将厂房设备账户减值至负10亿美元；
- （2）普通股面值减少到0.01美元；
- （3）用股票期权支付所有薪酬；
- （4）将存货记为1美元；
- （5）用可以50%折扣赎回的零息债券置换优先股；
- （6）建立一个10亿美元的应急储备金。

这个非常现代化的计划会计方案的官方声明全文如下：

美国钢铁公司的董事会高兴地宣布，经过对全行业所处环境变化所引发问题的全面调查分析，为重建公司的会计方法，董事会批准了一套综合全面的方案。在Price，Bacon，Guthrie&Colpitts会计事务所的帮助和支持下，成立了一个特别委员会。经过调查显示，我们公司在运用一些高级会计记账方式方面，远远落后于美国其他大型公司。运用这些方式在不增加任何现金支出，或没有改变运营和销售状况的情况下，可以大幅增加盈利水平。这个决定不仅仅是采用更新的会计方法，而且会将其发展到更高、更完美的阶段。

董事会所采取的这些变革可以分为下面六个方面：

### 1.固定资产记减 ( write-down ) 至负10亿美元。

很多具有代表性的公司已经将它们厂房设备账目减值到1美元。通过这种方式，从而降低公司损益表中所有的折旧费用。特别委员会指出，如果厂房设备仅值1美元的话，美国钢铁公司的固定资产会小于这个数字。现在，已经达成了一种共识，很多厂房设备在现实中，与其说是资产，不如说是负债，它们不但牵涉到折旧费用，而且还涉及税金、维护以及其他成本。因此，董事会决定延续自1935年开始的减值策略，将固定资产从1338522858.96美元减值到大约负10亿美元。

这种变化带来的好处应该说是非常明显的。当厂房设备磨损的同时，负债也相应地减少。因此，与目前每年4700万美元的折旧费用相比，取而代之的是，每年有5%的增值，也就是5000万美元的增值。这将会每年提升不少于9700万美元的盈利。

### 2.普通股面值减少到0.01美元。

### 3.用股票期权支付所有薪酬。

很多公司已经采取股票期权的方式支付管理层大部分薪酬，这样可以大幅度减少行政成本，对于公司盈利也没有影响。这种现代化工具的全部潜力可能还没有得到充分的展现，董事会决定采用这种方式的下述高级形式：

公司所有人员都是收到一种报酬，其内容是，可以按照每股50美元的价格购买普通股。这种报酬的额度根据他们目前的薪酬总额确定，购买50美元一张的行使权证。普通股的面值降为1美分。

从以下几个方面，可以看出这个新方案几乎具有不可思议的优势：

A.公司的工资账单会完全消除，根据1935年的运营状况，每年可以节省2.5亿美元。

B.同时，我们所有员工的有效报酬会增长数倍。因为，在新会计方式下，我们普通股的每股盈利会大幅增长，这样，可以肯定市场的股价将远高于50美元/股的期权行使价，使得这些认股证实现的价值大幅超越它们所取代的现金薪酬。

C.通过行使这些权证，公司每年会实现一大笔额外利润。因为普通股面值0.01美元是固定的，所以，每股会带来49.99美元的所得。然而，这个

利润不会出现在公司财报的损益表上，而是出现在资本盈余栏目中。

D.公司的现金实力会大大增强。通过行使500万股股票的认股权证，每年将会有2.5亿美元现金流入，而不是现在每年因支付工资而导致的2.5亿美元现金流出。公司的高盈利和强大的现金流，使公司可以支付慷慨的分红，这反过来会使发放的认股权证被立刻执行，这会进一步增加公司的现金实力，因而允许公司派发更高的分红，如此反复，没有穷尽。

#### 4.将存货记为1美元。

由于存在根据市场行情对存货进行调整的必要，在经济不景气时，会出现严重的亏损情况。针对这种情况，各类企业，尤其是金属类和棉纺织类的公司，通过将全部或部分存货以极低的单位价格入账的方式，成功地解决了这个问题。美国钢铁公司决定采取更进一步的会计政策，将全部存货以1美元入账。这一举动将在年底，以适当的记减方式处理，记减的数额将从下文中提到的应急储备金中提取。

这种新方式的好处非常巨大，不仅避免了存货跌价的所有可能，而且可以大大提高公司的年度盈利。年度期初的存货估值为1美元，会在年内以极高的利润售出。估计使用这种方法，我们的收入每年至少可以增加1.5亿美元。巧合的是，每年从应急储备金账户中记减的数目大体与此相等。

为了保持一致性和获得刚刚讨论过的额外好处，特别委员会中的少数人建议，将应收账款和现金也记减至1美元。这个建议遭到了拒绝，因为，我们的审计师仍然要求，任何应收账款和现金的回收，都必须计入贷方资本盈余，而不是当年的收益。然而，预期这种审计规则——颇能让人想起老式的怀旧时光——将会很快改变，以适应现代的变化。如果这种情况发生，少数委员提出的建议将会得到进一步积极的考虑。

#### 5.用可以50%折扣赎回的零息债券置换优先股。

在近来的经济萧条中，很多公司以远远低于面值的价格赎回自家的债券，此中产生的利润用以冲抵公司的运营亏损。不幸的是，美国钢铁公司的负债如此之高，以至于迄今为止，这种有利可图的收入无法实现。此次的现代化方案将改善这种情况。

董事会打算将每股优先股转换为面值300美元的零息债券，通过抽签方式，以50%面值为期10年等额赎回。这要求发行10.8亿美元的新票据，其中每年有1.08亿美元面值的票据被以0.54亿美元赎回，这样，就可以每年为公司创造同样数量（即0.54亿美元）的利润。



就像上述第3点中陈述的薪酬方案，这种安排既可以让公司受益，也可以使优先股股东受益。后者可以保证以他们现在持有的优先股面值，按照150%的价格，平均到五年期间执行。因为短期证券目前实际无法实现回报，无息的特征也就无关紧要了。公司将其目前每年支付给优先股的股息2500万美元，转化为每年赎回0.54亿美元债券所节省的利息，这个利息数字大约每年能为公司提供7900万美元的所得。

#### 6.建立一个10亿美元的应急储备金。

在未来所有条件下，上述的改进方案都可以令公司有令人满意的盈利能力，公司董事会对此极具信心。在现代会计方法下，任何不利的商业发展所导致的哪怕最轻微的亏损，都未必一定会发生，因为，所有这些或许亏损的情况万一发生，可以先由应急储备金填补。

特别委员会已经建议，公司建立这样一个可观的应急储备金，金额为10亿美元。正如之前描述的，每年1美元存货的减值将被这个应急储备金吸收。为了避免应急储备金的耗尽，董事会更进一步决定，每年从资本盈余账目转移合适数量的资金补充储备金。因为，由于认股权证的行使（见上述第3点），资本盈余账目每年的入账不会低于2.5亿美元，可以轻而易举地弥补应急储备金的支出。

在制定这个方案时，董事会必须遗憾地承认，对于其他大公司所采用的，在资本、资本盈余、应急储备金和其他资产负债表账目之间进行大额转移的手段，他们已经无法再做进一步的改进。实际上，必须承认我们的会计分录过于简单，缺乏这个领域以最高级流程为特点的、极端神秘的要素。但是，董事会坚持现代化方案的清晰化、简单化，甚至牺牲了一些对于公司盈利能力或许有利的优势。

为了表明新方案对公司盈利能力的协同效应，我们在这里提供了一张基于两种方式计算出来的1935年简明损益表（见表7-1）：

表7-1 美国钢铁公司1935年的简明损益表

(单位: 美元)

|                           | A. 报告中数值       | B. 新方案试算值      |
|---------------------------|----------------|----------------|
| 所有来源的总收入 (包括公司内部往来) ..... | 765 000 000    | 765 000 000    |
| 薪酬 .....                  | 251 000 000    | —              |
| 其他运营成本和税金 .....           | 461 000 000    | 311 000 000    |
| 折旧 .....                  | 47 000 000     | ( 50 000 000 ) |
| 利息 .....                  | 5 000 000      | 5 000 000      |
| 已赎回债券折扣 .....             | —              | ( 54 000 000 ) |
| 优先股分红 .....               | 25 000 000     | —              |
| 可分配普通股红利 .....            | ( 24 000 000 ) | 553 000 000    |
| 平均流通股数量 .....             | 8 703 252      | 11 203 252     |
| 每股盈利 .....                | ( 2.76 )       | 49.80          |

根据古老的习惯, 这里附上一份截至1935年12月31日的美国钢铁公司的简明资产负债表 (见表7-2), 已经按照新方案对资产和负债进行了调整。

表7-2 美国钢铁公司1935年底的简明资产负债表

(单位: 美元)

| 资 产               |                     |
|-------------------|---------------------|
| 股东资产净值 .....      | ( 1 000 000 000 )   |
| 现金资产 .....        | 142 000 000         |
| 应收账款 .....        | 56 000 000          |
| 存货 .....          | 1                   |
| 杂项资产 .....        | 27 000 000          |
| 合计 .....          | ( 774 999 999 )     |
| 负 债               |                     |
| 普通股, 面值 1 美分      |                     |
| (面值 87 032.52 美元) |                     |
| 声明价值 (注) .....    | ( \$3 500 000 000 ) |

(续)

| 负 债            |                 |
|----------------|-----------------|
| 子公司债券和股票 ..... | 113 000 000     |
| 新偿债基金票据 .....  | 1 080 000 000   |
| 流动负债 .....     | 69 000 000      |
| 应急储备金 .....    | 1 000 000 000   |
| 其他储备金 .....    | 74 000 000      |
| 期初盈余 .....     | 389 000 001     |
| 合计 .....       | ( 774 999 999 ) |

注：根据公司重新注册所在地——弗吉尼亚的法律，股票声明价值不同于股票面值。

或许没有必要向我们的股东指出，现代会计方法使得资产负债表看起来与之前不太先进方法下的有所不同。考虑到公司资产负债表的改变所带来的巨大盈利能力，不必过于关注资产和负债的细节。

总之，董事会希望指出的是，使用新的合并的程序之后，由此带来的变化包括：厂房以一个负数入账，我们的工资账单会消失，存货在我们的账面上归零，所有这些都赋予美国钢铁公司在业界巨大的竞争优势。我们能以极低的价格出售产品，而且还有可观的利润率。经过认真考虑分析，董事会认为，在现代会计方案下，我们可以低于所有竞争对手的价格销售产品，我们具有如此强大的竞争力，以至于反垄断法可能是唯一阻止我们获得行业100%市场份额的障碍。

我们的一些竞争对手可能也会采取同样的会计改进方法，以抵消我们的新优势。对此，在陈述中，董事会已经留意到这个情况。然而，我们相信美国钢铁公司能够通过，作为业内发起者和先行者所积累的独特声望，保持客户的忠诚度，服务好客户，无论新老客户。而且，如果有必要的话，我们相信通过引入更为高级的簿记方法——现正在我们的会计实验室中开发——可以保持我们应得的领先性。

[1] 1990年信件的附录A。

## B.标准的设定<sup>[1]</sup>

一二十年前，安达信会计事务所（Arthur Andersen）出具的审计意见可谓是业界的金字招牌。在事务所内，由一群行业精英组成的专业标准小组（PSG）坚持财务报表必须如实编制，无论来自客户的压力有多大。为了坚持原则，1992年专业标准小组采取的立场，包括坚持将股票期权成本列为费用。然而，PSG在安达信另外一群“呼风唤雨”的合伙人的推动下，立场来了个180度大转弯，这些人非常清楚客户们想要的是什么——无论实际如何，客户想要的就是更高的财报盈利。而很多CEO也反对将股票期权列为费用成本，因为他们知道，如果这些措施落实，他们渴望已久的大笔被授予的期权会大幅度削减。

在安达信的立场转变不久之后，独立的会计标准委员会（FASB）以7比0的投票，通过了将股票期权列为费用。正如预料，大型的会计事务所和很多CEO蜂拥到首都华盛顿，向参议院施加压力，试图废除FASB。他们大呼：“到底是谁能更懂会计问题？”抗议者的声音通过大笔的政治献金扩散出去，而这些金钱却本属于被他们欺诈的公司的股东们。这不应该是文明社会应有的现象。

可耻的是，参议院竟以88对9票通过反对将期权列为费用，几位著名的参议员甚至扬言废掉FASB，如果它依然坚持原来的立场。（真是好有独立性！）当时的证监会主席阿瑟·莱维特，他一向是股东权益的捍卫先锋，后来坦陈当时迫于压力向国会及企业低头，是他在担任主席任内最感到遗憾的一件事。（有关这件遗憾的往事，相关的细节可参考莱维特的著作《挑战华尔街》）。

在参议院成为其囊中物，而证监会又不敌火力的情况下，美国的企业界终于知道他们在会计方面可以为所欲为了，就这样，一个“一切以盈利报告”为中心的新时代到来了。而且，在一些情况下，还有著名的审计师在后面推波助澜。放肆的行为迅速成为大泡沫时代的鼓风机。

面临来自参议院的威胁，FASB也从原来的立场向后退缩，转而采取“荣誉系统”制度方式，声明费用化可以作为优先考虑，但也容许公司根据自身情况忽略此成本不计。这是多么令人感到伤心的结果，在标普500大公司当中，共有498家选择采取比较不理想的方法，好让它们的账面盈余好看一点。想钱想疯了的CEO们当然很高兴最后的结果，FASB得到荣誉，而他们却赢得了系统。

[1] 2002年。

## C.股票期权<sup>[1]</sup>

在公司管理层和会计师做出的让人无法面对现实的所有行为中，最令人震惊的行为发生在股票期权这件事情上。在1985年伯克希尔的年报中，我曾经说明了我对于使用和滥用期权的观点<sup>[2]</sup>。但是，即便期权的设计合理，它们在很多方面对现实也毫无意义。其中逻辑的缺乏并非偶然，数十年以来，很多企业发动了与会计规则制定者的战争，试图避免将股票期权的成本在发行该期权的公司账面上反映出来。

一般典型的情况下，管理层认为期权难以估值，所以它们的成本应该忽略。在另一些时候，他们又会说，把期权作价为成本会伤害那些刚刚起步的公司。有时，他们甚至郑重地宣称“价外”期权（这类期权的行权价格等于或高于当前市价）在发行的时候没有价值。

奇怪的是，机构投资者理事会已经就这个主题表达了不同的意见，他们认为期权不应该被视为成本，因为它们“不是来自公司金库里的钱”。我认为这种推理为美国的公司提供了激动人心的、可以即刻改善公司盈利的可能性。举个例子，他们可以通过支付期权的方式，消除保险的成本。这样，如果你是一个CEO，并且赞同这种“无现金、无成本”的理论，我可以给你一个你无法拒绝的报价：请给伯克希尔打电话，我们会很高兴卖给你保险，用来交换你们公司的一大捆股票期权。

股东们应该明白，当公司向另一方提供具有价值的东西时，就会有成本发生，并不是只有在现金换手的时候才发生成本。此外，仅仅因为不能精确量化，就说一项重要的成本不应该确认，这种说法不仅愚蠢，而且令人怀疑。当前，会计充满了不精确之处。毕竟，没有哪一个经理人或审计师知道一架747飞机能使用多少年，这意味着他不知道这架飞机每年的折旧费用应该是多少。同样，没有人确切知道，一家银行贷款每年呆坏账冲销到底具体应该是多少。而财产保险公司在预估损失方面更是众所周知的不准确，一向名声不佳。

但这是否意味着，这些重要的成本项目仅仅因为无法绝对准确的量化，就应该被忽略？当然不是。相反，这些成本应该由诚实而富有经验的人员来进行估算并记录。当你们正确对待这个问题时，还有什么别的重要却难以精确计算成本的项目——除了股票期权之外，会让专业的会计人士认为，在计算盈利时应该被忽视呢？



更重要的是，期权并非难以估值。不可否认，授予管理层具有多重限制条件的期权，增加了评估的难度。这些限制影响估值，但它们不会消除估值。事实上，因为我有心想发放期权，我会授予任何一个管理层有条件的股票期权，即便这个期权可能是价外期权。在期权授予日，伯克希尔会给他们一大笔期权，他们将来可以变现。所以，如果你发现一个CEO说新发放的期权几乎没有价值，或根本没有价值，告诉他，让他发给我们。说实话，相比我们确定公司商务飞机折旧率的能力而言，给期权确定一个合适价格的能力，我们有信心得多。

会计专业人士和SEC应当感到羞愧，因为他们长期以来，被企业的管理层就期权会计问题裹胁而行。此外，由企业管理层进行的游说活动或许还产生了一个副产品，以我的观点看，当商界精英们鼓吹那些对自己有利的重要问题时，他们正冒着在社会重要问题上失去社会信用的风险，关于这一点或许有很多值得一谈的东西。

我们收购通用再保险的案例中突显出会计程序中一个极为糟糕的缺陷。眼光敏锐的股东会在我们的股东委托书的第60页上，注意到一个不同寻常的项目。在收入预测表（它详细列出了1997年两家公司的合并收益受到的影响）中，有一栏列出的报酬成本一项上升了6300万美元。

我们匆忙间增加的这个项目，并不表明芒格和我经历了什么重大的人格变化（他依然喜欢乘长途客车旅行，喜欢引用本·富兰克林的话），也不表明通用保险公司的会计方法有什么缺陷，通用保险公司完全遵照GAAP准则行事。这个项目只是我们将原先公司给予经理人工作成绩奖励的期权激励计划，改为现金激励计划。在此之前，这些经理人关注的是公司的股票价格，现在，他们的收入与自己的工作业绩挂钩。

这项新计划与已经停止的期权激励计划，都是基于工作成绩而给予经理人的奖励，同样程度的工作业绩，二者具有相同的经济效果。但是，之前的计划给予的奖励通过行使期权实现，现在的计划是直接给现金。（过去几年已经发放的期权，依然有效。）

尽管这两种计划都是一种经济的冲刷，但我们所采取的现金计划会产生巨大的不同的会计结果。这种“爱丽丝漫游仙境”式结果的发生是因为，现存的会计原则在计算盈利时，忽视了股票期权的成本，即便在很多公司里，这种期权成本十分巨大而且日益增长。

关键词：期权是不是成本？

实际上，会计原则给公司管理层提供了选择的余地：一种是支付员工



报酬且计算成本，一种是支付员工报酬但忽略成本。于是，使用期权带来的小小奇迹到处疯狂蔓延。然而，这种不平等的选择，对于股东而言有着巨大的不利因素。尽管，如果设计结构合理，期权是合适的甚至是理想的激励、补偿高管的工具，但它们更多地被任性地胡乱发放，并没有发挥激励效率的作用，并且对于股东而言代价高昂。

不论期权有何优点，它们的会计处理方式都是让人无法容忍的。试想一下，我们的盖可保险公司将花费1.9亿美元的广告费用，假设我们不支付现金，而是按照市场价格支付给媒体伯克希尔的股票期权。那么，会有人认为伯克希尔没有为广告支付费用成本吗？或者，会有人认为不应该从公司账面上减去这个广告成本吗？

或许伯克利大主教——你或许记得那个，在四周无人的森林中，沉思倒下的树木的哲学家——或许他会相信，会计没有看见的成本就不存在。然而，芒格和我对于用哲学的眼光看待未记录的成本心存不安。当我们考虑投资一家发放了期权的公司时，会对财报盈利进行适当的调整，会减去发放的期权在公开市场售出的实现数字。与此类似，如果我们考虑一项收购，我们应该将置换期权计划的成本考虑在内。因此，如果我们做一笔交易，我们会立刻将这种隐藏的成本去除掉。

不同意我们这种期权观点的读者，此时此刻，或许会在心中抱怨我们将发放给员工的期权成本，等同于理论上公开市场交易的价格。发放给员工的期权有时会失效，这样就减少了对股东的损害，而公开发行的期权不会，这是事实。当员工行使期权时，公司会收到免税额度，公开交易的期权没有这种好处，这也是事实。但是，对于这些优点存在一个对冲情况：发放给员工的期权经常被重新定价，这种转换使它比市场公开交易的品种贵得多。

有些时候，有种声音说，比起那些可以在公开市场自由交易的期权，发放给员工的不可转让的期权的价值低得多。然而，事实是，这丝毫没有降低不可转让期权的成本。就像公司给员工配了一辆只能用于特别目的汽车，对于员工而言它的价值降低了很多，但对于公司而言，它的成本并没有丝毫的减少。

近些年来，芒格和我为期权所进行的盈利调整，常常将每股盈利数字减少5%，甚至10%也很常见。有些时候，向下进行的调整过大，以至于影响到了我们的投资决策，令我们对卖出或是购买的股票价格也进行相应的调整。

数年之前，我们曾经问过三个问题，至今尚未得到答案：“如果期权不是一种报酬形式，那么它是什么？如果这种报酬不是一种费用，那么它是什么？如果公司在计算盈利时，不包括这种费用，那么它应该放在什么地方？”

将股票期权处理为无成本，对于那些希望以此夸大盈利的CEO们而言，这样做的最重要的会计手法还是存在的。延续这种谬论的帮凶在国会中有很多同伙，他们蔑视所有四大会计师事务所、所有财务会计标准委员会成员以及所有投资专业人士提出的质疑。1993年挥舞着支票的CEO们首次对国会施压，打算通过期权会计法提案，并于去年又故伎重施地干了一遍。非常难得的是，心怀投资者的SEC主席比尔·唐纳森（Bill Donaldson）先生（任期2003年到2005年）顶住了巨大的政治压力。

由于将股票期权问题继续混淆下去的企图依然存在，必须指出的是，无论是FASB（财务会计标准委员会），还是投资者或者我本人，没有人在讨论限制期权的使用。的确，我在伯克希尔的继承人可能会收到很多授予他的期权，尽管逻辑上，期权的结构条款应该包括：

- （1）具有合理的行权价格；
- （2）相对于公司的留存利润，期权价格具有相应的行权价格调整。
- （3）禁止在获得期权后立刻抛售股票。

对于能够激励经理人的奖励措施，我们举双手赞成，无论是现金还是期权。如果公司因发放的期权而获得了应有的价值，我们没有理由一边记录其成本，一边限制其使用。

一个简单的事实是，一些CEO很清楚地知道，如果期权在会计记录上有成本，那么，他们获得的报酬将会被理性决定，会远远低于期权无成本记录的会计方式。他们甚至怀疑，如果实施了真实的会计方法，当他们在市场上行权抛出股票时，只能以较低价格成交。对于这些CEO而言，这种令人不悦的前景几乎是与手中所有资源斗争的必然命运，尽管他们手中用于斗争的钱，按理说并不属于他们，而是股东的钱。自2005年6月15日起，期权计入成本开始强制生效。

关键词：期权的合理使用

[1] 1992年、1998年、2004年。

[2] 参见第1章第F节，公司高管的报酬原则。

## D.“重组”费用<sup>[1]</sup>

在股票期权会计处理方法这个问题上，公司高管们所扮演的角色几乎毫无仁慈可言。FASB试图以真实的事实替代虚妄了的期权，但公司CEO和审计师以令人苦恼的数字，与FASB苦苦争斗，而且没有人出来支持FASB。战火燃烧到了国会，有人宣称被夸大的数字符合国家利益。

尽管如此，我认为在涉及公司重组和合并的会计中，高管的行为甚至更为糟糕。在这里，很多管理层有意捏造数字，欺骗投资者。正如媒体从业人员迈克尔·金斯利（Michael Kinsley）对华盛顿说的那样：“所谓丑闻并不在于非法的勾当，而是在于合法的勾当。”

区分会计中的好与坏，曾经相对容易。例如，在20世纪60年代后期，流行一个江湖骗子宣传的“大胆的、想象丰富的会计”的风潮（这种行为忽然大获华尔街的青睐，因为它从来都会达成预期，不会令人失望）。但是，那个时代的投资者都明白谁在玩游戏。值得赞扬的是，实际上，美国所有那些最令人尊敬的公司都避免欺骗行为。

近些年来，正直诚实的品格受到了侵蚀。很多大型公司依然保持着做事坦诚的传统，但另外一些人的数量也在与日俱增，这些人作为公司高管，原本是你信任到愿意让女儿托付终身或做你遗嘱信托人的人。但他们也渐渐认为，操纵利润以满足华尔街的愿望，这是正常、可以接受的行为。的确，很多CEO不仅认为这种操纵没有问题，甚至认为这实际上就是他们的职责所在。

这些公司高管所有行为的出发点，是认为他们的工作就是在所有的时间里，将股票价格维持在尽可能的高位。这种情况很常见，但这个前提是我们坚决不同意的。为了提升股价，他们努力奋斗以取得杰出的运营结果，这是令人钦佩的。但是，当企业运营无法产生预期的结果，这些CEO们转而寻求令人不齿的会计诡计，运用这些诡计，他们或是制造出理想的“盈利”，或是为将来做手脚创造条件。

为了将这种行为合理化，这些公司高管常说，如果股东手中进行这些交易的货币（也就是股票）没有得到充分定价，那么股东利益会受到损害。他们还诡辩说，使用会计手段得到希望的数字，这并没有什么不对，因为每个人都这么做。一旦这种“每个人都这么做”的态度成为顺理成章、心安理得的事实，道德的疑虑就会消失殆尽。正如格雷欣（Gresham）法则所说的“劣币驱逐良币”，会计方法中的这种行为可以称为“格雷欣法则的

子规则”（Son of Gresham）：劣会计驱逐良会计。

关键词：格雷欣法则的子法则

这种扭曲的流行表现为“重组费用”，这是一个会计条目，当然，这么做是合法的，但它经常被用来作为操纵盈利的工具。在这种小把戏中，一大笔本应合理分配到数年期间的成本，被集中倾泻到一个季度中，通常发生在那些已经注定让投资者失望的季度里。

在一些情形中，这种费用的目的是清理过去的错误；在另外一些情形中，这么做是为将来发生的错误留有余地。无论在哪一种情况下，这种费用发生的规模和时间，其背后都有着令人质疑的支配力量。如果在某个季度里，每股盈利下跌5美元，华尔街并不会过于在意，只要这个欠佳的表现，能在未来的季度里，可以保证公司能以5美分/股的盈利持续地超出盈利预期，华尔街就喜欢这样的模式。

这种“将所有问题集中倾泻在一个季度中”的做法，使人联想到一个在高尔夫运动中相应的“大胆、富有想象力”方法。在首轮赛事中，球手不必过于在意实际得分表现，在打分卡上尽可填上一些糟糕的得分数字，可以是超出标准杆数的两倍、三倍、四倍等等，无所谓，然后，总杆数为，比方说，140杆。

在完成了这些“存留”的记录后，他走到高尔夫商店，找到专家，告诉对方，自己希望“重组”他不完美的挥杆记录。接下来，当他拎着新球杆回到球场后，他会计算好洞的得分，而不是坏洞得分，所有之前留存的糟糕记录都会被取而代之。这样，在完成五轮之后，他的杆数成绩分别是140、80、80、80、80，而不会是91、94、89、94、92。在华尔街的眼中，他们不会理会开头的140杆，毕竟，那个挥杆的得分表现是“不持续的”，他们会将我们的英雄分在优秀的“80分球手”一类，而且是永远不会令人失望的稳定型选手。

对于这种倾向于在开头耍诈的人，这种策略有一种变形的方式。这个高尔夫球手，与同行合作的球童一起，将坏洞得分延后记录，先记录前四场，每场80杆的好成绩，在得到人们为其运动才能和持续稳定表现的鼓掌喝彩之后，亮出第五场得分为140杆的记分卡。在对前面的错误记录进行“大洗澡”式的纠正之后，他可能会嘟囔几句抱歉的话，但仍然情不自禁地使用改过的成绩与俱乐部里其他记分卡做对比，之前舞弊所得的不义之财是绝不可能退还的。（我们需要提到的是，那个球童会得到一个忠实的赞助人，会得到回馈。）

不幸的是，在现实生活中，喜欢玩这种变形计分游戏的CEO往往会上瘾，因为毕竟，篡改记分卡比花大把时间苦练容易得多，而且不会轻易放弃。他们的这种行为令人想起法国启蒙思想家伏尔泰（Voltaire）对性别实验的解释：“一次是哲学家，两次是变态。”

在收购领域中，重组行为已经上升成为一种艺术的形式。管理层现在经常利用合并的机会，在多个方面对资产和负债进行不诚实的包装，以期达到平滑和增厚未来利润的目的。确实，有些大型审计机构会指出，或多或少存在这种会计把戏的可能。但从高高的论坛直冲而下的推动力，常常会是一流的人才屈从于三流的战略。因此，可以理解，CEO们会发现拒绝那些审计师赞美的策略并非易事，因为它们能带来未来“利润”的上升。

这里有个财险公司的例子可用于说明这种可能性。当一家财险公司被收购后，买家有时会即刻提高它的损失准备金，通常是大幅提高。这种提高或许仅仅是反映之前准备金的不足。在收购交易的合约墨迹未干时就立刻这么干，这种巧合的精算“启示”多少还是有些不可思议的。在所有案例中，在收购完成一段时间后，当损失准备金被释放出来，它们会作为“利润”流入利润表。

这些行为与伯克希尔没有丝毫的关系。如果我们让你失望，我们宁愿你是对我们的盈利失望，而不是对我们的会计失望。在所有的收购活动中，我们对所有我们发现的损失进行了精确的处理。毕竟，我们一直在与精通保险知识并忠于财报的经理人在一起。如果一项交易完成时，负债即刻大幅上升，简单逻辑而言，至少这两者中有一项欠缺；此外还有另一种可能，就是买家在为未来的注入“盈利”做铺垫。

这里有一个真实的故事，可以说明在美国商界太过平常的流行观点。两家大型银行的CEO，聚在一起谈论不久前发生的一项友好的并购案（该并购最终未能达成），其中一个已经有了多次并购的经验。当那位业界老手沉浸于该项并购可能带来的好处之时，被另一位CEO的质疑打断，他问道：“你不认为，这项并购会发生巨额的费用吗？也许会达到10亿美元？”经验丰富的老手没有多余的废话，直接答道：“我们可以将费用做得更大，这就是我们要做这种并购生意的原因。”

根据位于巴尔的摩的R.G协会的初步统计，仅在1998年发生或声明的特殊费用——包括重组、正在发生的R&D、与并购相关的费用以及记减费用，事件总数不少于1369起，涉及金额721亿美元。从另一个角度来看，这是一个令人震惊的数字，因为，1997年《财富》杂志所列500强公司的盈利总和仅为3240亿美元。

很明显，如今很多公司高管对于提供财报准确信息的不负责任的态度，是商界的耻辱。至于那些审计人员，正如我们已经讨论过的，他们在积极方面几乎毫无贡献。审计人员本应该视投资大众为其客户，却常常对公司管理层卑躬屈膝，因为他们可以决定给哪家会计事务所一口饭吃。（就像老话说的：“吃谁的饭，唱谁的歌”。）

然而，一个近期的重大新闻是，由亚瑟·莱维特任主席的SEC似乎决心整顿美国商界的这种不良行为。在去年9月的一次演说中，莱维特呼吁终结所谓的“盈利管理”。他正确地观察到“太多的公司高管、审计师、分析师正在参与一场点头和递眼色的游戏”。然后，他提出了一项真正的控告：“管理者或许正在向操纵妥协，诚信或许正在向假象让步。”

我积极建议你们读一读主席先生的演说（在互联网上可以找到，[www.sec.gov](http://www.sec.gov)），并支持他的努力，让美国的企业界向投资者提供真实的故事。莱维特的工作将会是艰巨的，很难想象有什么工作比这更为艰巨。

[1] 1998年。



## E.退休福利估计<sup>[1]</sup>

在计算退休金费用时，一家公司所使用的回报假设是非常重要的。很多公司选择的假设回报率过高，脱离现实，但继续这样的选择并不令人意外。构成标普500指数的500家公司里，有363家公司有退休金计划，2006年它们的假设回报率为8%。让我们看看这个回报率实现的可能性有多大。

所有这些公司的退休基金平均持有债券和现金的比例为28%，这些资产的预期回报率不会超过5%。当然，获得更高回报的可能性是存在的，但是，随之而来的是相应的（或更大的）损失风险。

这意味着其余72%的资产——主要是直接或通过对冲基金、私募基金持有的股票投资——必须取得9.2%的回报，才能使全部资产达到假设的8%回报。而且，这个回报必须是扣除所有费用之后的回报。但是，这个9.2%的要求远远超出了它们过去的历史成绩。

这种预期的现实情况到底如何呢？在整个20世纪，道琼斯指数从66点上升到11497点。这个结果看似非常令人吃惊，实际上，折合为年化回报率，也仅仅是5.3%。如果一个投资者持有道琼斯整整一个世纪，他还会在大多数年头收到慷慨的分红，但在最后的年头里，大约分红率仅仅2%左右，尽管20世纪是个精彩的世纪。

现在，想一想当前的世纪，目前道琼斯指数大约13000点，如果投资者打算在21世纪取得年化5.3%的回报，那么，到2099年12月31日，道琼斯指数需要达到2000000点。（没错，道琼斯指数必须在21世纪的100年中，从1.3万点上升到200万点。）如今，我们进入21世纪已经8年了，至今道琼斯的上涨还不足2000点，还差得远呢。

有趣的是，每当道琼斯指数突破整数大关，例如14000点、15000点，股评家们都会呼吸加快，兴奋不已。假如他们一直保持这种习惯，那么，如果21世纪能够达成5.3%的年化收益，他们在接下来的92年会有1986次这样的癫狂体验。尽管万事皆有可能，但这样的事情真的会发生吗？

即便分红收益继续保持在2%左右，即便股价可以保持在20世纪的5.3%年度上升速度，这些退休基金中持有的权益资产部分——考虑到0.5%的成本费用——也不会产出超过7%的回报。考虑到顾问和投资经理（这些都是“帮忙的人”）的不菲身价，这个0.5%的成本已经是保守估计了。



很自然，每个人都希望获得超出平均的投资回报。这些“帮忙的人”也是发自内心地鼓励他们的客户这么想。但是，作为一个分类，那些得到这些“帮忙的人”帮助的投资者，他们的回报一定会低于平均。原因也很简单：

（1）投资者整体一定是只能获得平均回报，减去他们的成本。

（2）被动投资者和指数投资者，由于他们很不活跃，会获得平均回报，减去非常低的成本。

（3）在赚取平均回报的群体中，还剩下一个群体——积极投资者。这个群体会有高额的交易、管理以及顾问费用。因此，积极投资者的高费用成本导致其回报远远低于那些被动投资者。这意味着那些“什么都不知道”的被动投资者一定会胜出。

我应该提醒大家，那些打算在新世纪中取得年化10%回报的人，其中2%来自于分红，8%来自于股价上升，这无异于预测在2100年的时候，道琼斯指数达到2400万点的水平。如果你们的投资顾问、理财经理说可以取得两位数的回报，请将这个故事告诉他，他一定会感到狼狈不堪。很多所谓的投资顾问、理财经理似乎是《绿野仙踪》里皇后的直系后裔，她的台词是：“为什么，有时在早饭之前，我已经相信了六件不可能的事情？”警惕那些油嘴滑舌，往你脑子里灌输幻象的顾问们，他们同时也在往自己的口袋里装佣金。

一些公司在欧洲的企业也有像美国一样的退休金计划，在他们的会计准则中，几乎所有的美国退休金回报假设都比非美国退休金高。这种不一致令人迷惑：为什么这些公司不将其美国的经理人派到非美国地区去，让他们将那些公司的资产回报也提高呢？我从来没有见到谁对此进行过解释。但是，负责审核这些假设回报的审计师和精算师们，似乎也从来没有对此提出过异议。

[1] 2007年。

## F.账面盈利的实现问题<sup>[1]</sup>

让我们专门关注一下所有媒体最为看重的一个指标：净利润。这个指标对于绝大多数公司是最重要的指标，但在伯克希尔却几乎毫无意义。无论我们的企业运作如何，芒格和我在合法的情况下，就净利润而言，在任何财报期间，可以给出任何我们愿意给出的数字。

我们有这样的灵活度，因为我们可以通过买卖将投资的账面盈亏变现，从而进入损益表，而与此同时，未实现的账面盈亏（在大多数情况，是亏损）却可以不被包括在内。例如，请想象一下，在某个特定年度，伯克希尔有未变现的100亿美元账面所得，同时，有100亿美元的实现亏损，这样，我们的净利润——只计算亏损——会少于运营利润。如果我们同时在上一年度变现所得，引人注目的标题可能会是——利润下降了X%，而实际上，企业的真实情况却是已经大有改善。

如果我们认为净利润非常重要，就会时不时地变现一些所得，因为我们账面上有巨大的未变现所得可加以利用。尽管如此，请放心，芒格和我从来没有因为临近财报公布期的缘故，而大幅出售证券，以图财报的账面漂亮。我们对于玩“数字游戏”极其厌恶，这种情况在20世纪90年代极为猖獗，尽管现在不再那么频发，不再那么公然嚣张，但依然存在。

运营利润这个指标，尽管有一些不足，但它整体而言，是个反映企业运营状况的较为合理的指标。你可以忽略我们公司的净利润这个指标，然而，监管当局要求我们必须向你们报告。但是，如果你发现记者们非常关注这个指标，这更多说明的是他们的表现，而非我们的表现。

无论是实现的还是未实现的账面盈亏，都会完全反映在我们的账面价值的计算中。留意我们运营利润的构成与变化，你会走在正确的大道上。

<sup>[1]</sup> 2010年。

## 第8章 会计政策

### A. 并购<sup>[1]</sup>

有关并购的会计应用是目前一项相当有争议的话题，在所有事件尘埃落定以前，甚至连国会都有可能会介入干涉（这听起来令人感到不寒而栗）。

当一家公司被购并，GAAP（一般公认会计原则）容许两种截然不同的会计处理方法：一种是购买法；另一种是权益合并法。要运用权益合并法，交易的标的必须是股票，至于购买法则使用现金或股票皆可。但不论如何，管理阶层通常很排斥使用购买法，因为在大多数情况下，公司的会计账上会因此多出一项叫作“商誉”的会计科目，而此后商誉要分年摊销。意思是说，在合并完成后，公司每年都要提列一笔为数庞大的商誉摊销费用，列为损益数字的减项，而且时间可能长达数十年。相反，权益合并法避免了商誉科目的麻烦，这就是为什么管理层喜欢使用权益合并法的原因。

如今财务会计标准委员会（FASB）有意取消权益合并法，此举遭到许多CEO的跳脚反对。这将是一场激烈的纷争，为此我们必须站出来发表个人的意见，首先我们同意许多经理人认为商誉摊销常常是不符合实际的说法。<sup>[2]</sup>

对于强制规定摊销的会计原则，通常导致与现实严重不符，从而引发相当麻烦的问题。大部分的会计费用与实际状况相关联，虽然无法准确地反映出实际状况，但最起码差异不大。举个例子来说，折旧费用的计提虽然无法完全地反映出实体资产价值减损的真实情况，但这种做法至少与现实发展的方向相一致。实体资产本来就必然会逐渐减损，同样的存货计提跌价损失、应收账款计提呆账费用，以及保修责任计提准备等都是反映潜在成本的合理做法，虽然这些费用成本难以准确地计算出来，但确实也有加以估计的必要。

但与此相对的是，经济商誉在许多情况下，并不会减损或消失。事实上在大部分情况下，商誉不但不减少，反而会随着时间的累积而增加。在某些特质上，经济商誉反而类似土地，两者的价值都会上下波动，但何时会增加，何时又会减少却不一定。以禧诗糖果的例子来说，在过去的78年里，其品牌价值以不规则但快速的速度成长。而只要我们经营得当，其品

牌价值增长的态势会继续维持另一个78年。

为了避免商誉不当的摊销，伟大的经理人们宁愿选择拥抱不当的权益合并法。这项会计创意源自于两条河流在汇流后，不再分彼此的概念。在这种概念下，被另一家更大公司购并的公司并不算是被“买下”的（尽管它们通常会得到相当的合并溢价），因此，合并的过程没有商誉的产生，自然也就没有随后令人感到麻烦的商誉摊销发生。取而代之的，是这两家公司合并后的实体，仿佛一开始就被当作一个整体来看待。

关键词：购买法vs 权益合并法

有点咬文嚼字，事实上这与合并背后所代表的真实情况大不相同。毫无疑问，既然有交易，就一定有购并方与被购并方，不管你如何构建交易的细节，一定有一方是被另一方买下。其实很简单，只要你问问交易双方的员工，谁是征服者，而谁又是被征服者，就知道是怎么回事了，绝对不会搞混。所以从这个角度来看，FASB的坚持绝对是正确的，在大部分的购并案中，绝对有买卖的性质存在，当然确实也有真正的“对等的合并个案”发生，但出现的概率实在是少之又少。

芒格和我始终相信，应该有一个与现实相接轨的方法，可以同时满足FASB想要正确记录真实交易的想法，也能反映经理人反对商誉不当摊销的呼声。我认为首先购并公司应该以公平市价列出其投资成本，不管是支付现金还是股票。当然在大多数情况下，公司账上会出现大笔的经济商誉，但我们应该让这项资产继续保留在会计账上，而不是分年摊销。之后，如果公司的经济商誉真有减损的情况（这不是没有可能），那么就按一般判断资产价值是否减损的方式进行计减。

如果我们提出的方案获得采纳，预计将会追溯适用，以使全美的购并会计处理原则都一致，而不是像现在一样乱象纷呈。可以预见的是，一旦这项方案开始施行，公司管理层一定会更审慎地处理购并案，基于真实股东利益的实际后果，小心评估到底应该使用现金还是股票，而不只是看合并后的会计账面损益而已。

[1] 1999年。

[2] 参阅第6章D节：经济的商誉vs.会计的商誉。

## B.分部数据和会计合并<sup>[1]</sup>

1988年一般公认会计原则有一个很重大的转变，依新规定，伯克希尔必须将所有子公司的资产负债表和损益表进行合并。在过去，互助储贷（Mutual Savings and Loan）与斯科特·费泽金融（Scott Fetzer Financial，主要从事世界百科全书与Kirby吸尘器分期付款的信用公司）的合并只须一次计提投资损益即可，意思是说：①仅将被投资公司净值，按投资比例，以投资权益显示在伯克希尔的合并资产负债表上；②仅将被投资公司年度损益，按投资比例，以投资损益显示在伯克希尔的合并损益表上。但是现在，我们必须将被投资公司的资产与负债、营收与费用，放进合并的财务报表上。

这项变化强调了公司也要报告其他部分信息的需求。企业形态越复杂的公司，其按传统财务报表所加总出来的数字越没有意义，越没有办法让投资人回答前面所提的三个问题。事实上，在伯克希尔我们会准备合并数字的唯一原因就是符合外部规定，而芒格和我看的则是另一套信息。

现在，我们被要求在财务报表上将更多的数字合并在一起，我们现在决定公布更多的补充信息，有助于帮助各位来衡量企业价值与管理的表现。（伯克希尔将责任转移给债权人的能力——我们之前提到的第三个问题——应该很明确，不管是看什么样的报表。）在这些补充信息中，我们不一定依照一般公认会计原则，甚至不会以公司来区分。相反，我们会试着将同性质的企业汇总在一起，有助于大家分析，而不是被一大堆信息所淹没。我们的目标是呈现给你们重要的信息，就像你我换位思考一样。

<sup>[1]</sup> 1988年。



## C.递延税项<sup>[1]</sup>

先前我曾提到在1990年会有另一项会计规则的重大变动，主要与递延税务的计算有关。这项规则既复杂，又极具争议性，以致原定于1989年的实施，不得不延后一年。

当这项规则开始实施后，对我们有几个方面的影响，最重要的一点就是我们必须重新计算旗下保险公司所持有的未实现股票资本利得，以计算递延所得税负债的方式。

现在，我们在这方面的负债分为几层。对于1986年以前的未实现收益，大约在12亿美元左右，我们以28%的税率估算。对于1986年之后的未实现收益，大约在6亿美元左右，我们以34%的税率估算。这其中的税负差异上升反映了1987年起调整税率的差异。

然而，现在看来，新的会计规则要求我们从1990年开始必须将所有未实现利益的预估税率按照34%执行。经估算，光是这一项做法就会使我们的年度盈余（以及我们的财报净值）减少7100万美元。这个规则也会对财报上的其他项目产生影响，但是对于我们的盈利和净资产影响不大。

我们不认为这项递延税计算规则的变化有其强烈的必要性，因为对于伯克希尔而言，不管税率是28%还是34%，都不能反映我们公司的实质现况，因为我们从来不考虑出售我们具有庞大未实现利益的股票。

新的会计规则有可能被采用，会要求公司将所有的利得以现行的税率估算（不管实际可能会是多少）。如果以34%来计（等于将税率提高6个百分点），这样的规则可能会大幅增加我们递延所得税的负债，并使我们的账面净值减少约7100万美元。由于新提出的规定引发相当大的争议，最后的结果尚难定论，所以目前公司账上尚未做此调整。

如果我们在年底，按照市场价格出售我们持有的全部证券，我们应该支付的税项超过11亿美元。这11亿应税金额就是我们的负债，它等于或是类似于，在年终之后的15天里应该结算给贸易商的应付账款吗？当然不是，尽管二者在公司审计净值方面具有同样的效果，都是减掉11亿美元。

从另一个方面来看，难道这项估计所得税负债，会因为我们从来没有意愿要把股票卖掉，所以政府收不到所得税，就表示它不具重大的意义吗？答案很显然也不是。

以经济术语而言，这项递延税项的负债就好像是美国财政部借给我们的无息贷款，而且到期日由我们自己来决定。（当然，除非国会修改税法，将课税时点提前到未实现资本利得之前）。这种“贷款”还有一项很奇怪的特点，它只能被用来购买某些特定的、升值的股票，而且额度会随市场价格变动，有时也会因为税率变动而改变。事实上这种递延所得税其实有点类似于资产移转时所要缴纳的交易税。事实上，我们在1989年只出售了一小部分持股，总共产生了2.24亿美元的资本利得，因此发生了7600万美元的交易税。

关键词：一动不如一静

由于税法运作的方式，如果情况许可的话，我们偏爱的瑞普·范·温克尔（Rip Van Winkle）式的投资方式，较之疯狂短线进出的方法，这种方式有一个很重要的绝对优势。必须强调的是，我们并不是因为这种简单的算术就倾向采用长期投资的态度，没准儿经常性的变动有可能使我们的税后报酬高一些，事实上，很多年前，芒格和我就是这样做的。

但现在我们觉得一动不如一静，虽然这样做的投资回报看起来可能会少一点。理由很简单，我们已经找到相当难得的、令人满意的商业合作关系，并享受珍惜我们彼此间所发展出来的情感。做出这种决定对我们来说一点都不困难，因为我们相信这样的关系一定会让我们有一个满意的投资成果，虽然它可能不是最佳的。要我们舍弃那些已经熟悉的、欣赏并尊敬的人，而把时间浪费在我们不认识、且人格可能会在平均水平以下的人身上，我们觉得实在没有意义。

一项与递延所得税有关的新颁会计规则在1993年开始生效，它取消了我们先前曾经在年报中提过会计账上的二分法，而这又与我们账上未实现投资收益所需计提的应付所得税有关。以1992年年底计，这部分未实现收益高达76亿美元，其中64亿美元以34%的税率计算应付所得税，剩下的12亿美元则按发生时点按28%计算。新的会计规则要求我们必须以现行税率估计所有递延税项，我们也认为这样的做法较合理。

新颁的规则意味着，从1993年的第一季开始，我们未实现的股票收益就必须以34%的税率来估算，因而增加我们所得税的负债，并使净值减少7000万美元。新规定也使我们在计算递延所得税时，在几个地方做了一些小的修正。

未来税率有任何变动时，我们的递延所得税负债以及净值也必须马上相应做调整。这个影响可能会很大。不过无论如何，真正重要的是我们在



最终出售证券，那些资本利得由“未实现”到“实现”时，所适用的税率到底是多少。

[1] 1988年，1989年，1992年。

## D.退休福利<sup>[1]</sup>

另一项会计规则的重大变化在1993年1月1日开始实行，强制要求所有企业必须确认公司员工退休后健康福利负债的现值。虽然先前GAAP也曾要求企业必须先确认未来必须支付的退休金，却不合理地忽略企业未来必须承受的健康保险成本。新规定将会使得许多公司在资产负债表上确认一大笔负债（同时也会使净值随之减少），另一方面，往后年度在结算时，也会因为须确认这方面的成本而使得利润缩水。

在进行购并时，芒格和我也会尽量避开那些背负高额退休金负债的公司。因此伯克希尔虽然目前拥有超过数以万计的员工，但在退休金方面的负债和未来的退休后负债成本并不严重。不过，我还是必须承认，在1982年时我曾经差点犯下大错，买下一家背负沉重退休金福利负债的公司。所幸的是，后来交易因为某些我们无法控制的因素而告吹。在1982年年报中报告这段插曲时，我曾说：“如果在年报中我们要引用一些插图，用以展示过去一年有何令人觉得可喜的进展，那么两大页空白的跨页插图，可能最足以代表当年度告吹的交易。”不过即便如此，我也没有预期到后来情况会如此恶化，当时另外一家买主出现买下这家公司，结果，公司不久便倒闭关门了，数千名的员工也发现大笔健康福利的承诺全部化为乌有。

最近几十年来，没有一家公司的CEO会想到，他应该向董事会提出这种没有上限的退休后健康福利计划，就像其他公司一样。他不必具有专业的医学知识，也能知道越来越高的预期寿命以及福利支出将会把一家公司拖垮。但是即便如此，很多经理人还是闭着眼睛，让公司透过内部自保的方式，投入这种永无止境的大坑洞，最后导致公司股东承担血本无归的结果。就福利而言，没有上限的承诺所代表的就是没有上限的负债，这种严重的后果，甚至危及了一些美国大企业的全球竞争力。

我认为之所以会有这种不顾后果的行为，部分原因是由于截至目前，会计规则并没有要求公司将这种退休后的健康成本呈现在会计账上。相反地，会计原则允许采取现金发生制，此举大大地低估了累计的负债。而公司管理层和他们的会计师采取的态度就是眼不见为净。具有讽刺意味的是，同样是这批管理层，竟然还常常批评国会对于社保或其他计划采取现金发生制的思维，根本就不顾未来年度所可能产生的庞大负债。

公司管理层在思索会计原则时，一定要谨记林肯总统最喜欢的谜语之一：“如果一只狗连尾巴也算在内的话，总共有几条腿？”答案是：“四条

腿，因为不论你是不是把尾巴当作一条腿，尾巴永远都是尾巴。”这句话提醒管理层应该记住，就算会计师愿意帮你证明尾巴也算是一条腿，你也不会因此多了一条腿。

[1] 1992年。

## 第9章 税务问题

### A.公司税负的分配<sup>[1]</sup>

1986年税务改革法对于我们的业务有着重要的、多方面的影响。尽管我们发现有很多值得称赞的地方，但是对于伯克希尔的整体财务影响而言是负面的。相比于旧的法案，在新法案之下，伯克希尔价值增长的速度至少有所放缓。这项新法案对于我们股东的负面影响更大，每股企业价值每一美元的增长，假设等同于每一美元伯克希尔市值的增长，在新税法之下，能为股东带来0.72美元的税后盈利，相比之下，根据旧的法案，此项数值为0.80美元。当然，这个结果是反映了个人资本税率从20%到28%区间的最高限。

下面是新税法变化对于伯克希尔的影响：

·公司普通收入的税率将从1986年的46%下降到1988年的34%。很显然，这对于我们具有正面影响，而且这对于投资的两大公司大都会/ABC公司和华盛顿邮报公司也具有正面影响。

在我说这些时，我知道多年以来，对于谁是公司税务的真正支付者——是企业，还是它们的客户，有很多模糊不清的意见。当然，这种争议常常导致增税，而不是减税。那些反对提高公司税率的人说，公司实际上并没有支付税款，公司本身只是作为经济的管道，将税务转嫁到了客户身上。根据这样的说法，任何提高公司税率的做法只会导致更高的价格，公司提升产品的价格以抵消税率的提升。站在这个角度，“管道”理论的支持者一定会得出这样的结论，公司税的降低不会改善企业利润，但会相应地对客户降低价格。

与此相反，另一些人认为公司不但支付了所征收的税，而且自我吸收了这部分成本。这些学派说，公司税率的变化对客户没有影响。

真正会发生什么？当公司税率降低，伯克希尔、《华盛顿邮报》、大都会的利润会飙升吗？或者，公司会给客户降低价格吗？这个问题对于投资者、公司管理层以及政策制定者都很重要。

我们的结论是，在一些情况下，公司税率降低的好处会全部或者几乎全部地落在公司以及股东身上；在另外一些情况下，这种好处会全部或者

几乎全部传递给消费者。最终的结果取决于，公司商业特许权的强弱，以及特许权的利润率是否受到监管。

例如，当特许权强大，而且税后利润受到相对精确的监管，就像电力公司那样，那么，公司税率变化的大部分将会反映在价格里，而不是公司的利润里。当税率降低，价格随之降低；当税率上升，价格会随之上升——虽然有时价格的反应不那么迅速。

类似的结果也会发生在价格竞争激烈的行业里，当公司的商业特许权很弱时。在这些行业里，自由市场竞争常常以一种迟滞的、无规则的但通常有效的方式进行“监管”。实际上，自由市场的规律本身在价格竞争行业中扮演的角色，与公用事业委员会在电力行业监管中扮演的角色一样，起着同样的功能。因此，在这些行业中，税率变化对公司产品价格的影响胜过对公司利润的影响。

然而，对于那些非监管的、拥有强大特许权的公司，则完全是两回事。在这里，公司以及股东是税率降低的主要受益者。这些公司就像电力公司一样，从降税中获益，但却没有一个监管者迫使它的产品降价。

我们旗下的很多公司，无论是全资拥有的还是部分持股的，都拥有这种特许权。这样，税务降低的结果是，好处大部分进了我们的口袋，而不是消费者的口袋。尽管这么说或许是不恰当的，但却无可否认。如果你试图相信些别的东西，想一想你附近的最能干的脑科医生或律师。假如最高个人税率从50%下降到28%，你真的认为这些专家（在其擅长的领域里是当地“特许权持有人”）会降低收费吗？

然而，更低税率给我们所营业务和投资者带来的喜悦，会受到我们确信的另一事件的严重影响：排入日程的1988年税率——个人和公司的，对于我们来说完全不切实际。这些税率非常有可能给华盛顿带来财政上的麻烦，并将证明与稳定价格的初衷相悖。因此，我们相信，最终（比如说，五年之内）或是更高的税率，或是更高的通货膨胀率，几乎一定会出现。即便我们届时看到二者都出现，也并不令人吃惊。

·公司资本利得税率从28%提高到34%，1987年生效。这个变化对伯克希尔有着重大的负面影响，因为我们期望将来公司价值的增加来自资本利得。

例如，我们的三大主要投资持股人——大都会、盖可保险、《华盛顿邮报》——年末时市值超过17亿美元，接近伯克希尔净资产总值的75%，然而仅给我们带来900万美元的年收入。这三家公司都持有非常高比例的留

存利润，这些高留存的利润，我们认为最终会以资本利得的形式贡献给伯克希尔。

新税法提高了未来实现资本利得时的税率，包括那些在新法生效之前就已经存在的未实现利润。到年底，在我们的权益类投资中，我们有12亿美元的未实现利润。在我们的资产负债表上，新税法的实行将会延迟，因为GAAP（通用会计准则）规定，对于未实现利润的递延所得税负，适用28%的税率，而不是当前的34%税率。据悉，这条法规很快将发生变化。当变化发生时，大约有7300万美元会从我们的GAAP净资产中消失，转移到递延税项下。

·在新税法下，我们的保险公司收到的分红和利息税负将大大增加。

首先，所有公司从国内公司收到的分红统统征收20%课税，旧税法是15%起。

其次，对于余下的80%，有一项仅仅针对财产保险、灾害保险公司的变化。如果实施分红的股票是在1987年8月7日之后买入的，那么余下部分的15%需要课税。

第三个变化，也是仅仅针对财产保险、灾害保险公司的，有关免税债券问题，如果保险公司是在1986年8月7日之后购买的该类债券，其付息仅有85%是免税的。

最后的两个变化非常重要，它们意味着我们在未来来自投资方面的收入，相较于旧税法下，会大幅减少。与我们之前的预期相比，我最乐观的推测是，这次新税法最终会降低我们保险公司的盈利能力至少10%。

·新税法还大大地改变了财产保险、灾害保险公司的缴税时间。一项新规定要求我们在纳税申报时减去我们的损失准备金，这项变化会减少抵扣，并提高应税收入。另一项规定，分期六年实施，要求我们将预收的保费准备金归入应税收入。

没有一项规定改变我们给你们报告中提到的年度税款，但是，每一项都大大加速了支付的进程。原来那些后端支付的递延税项现在变成了前端支付，这样的改变会大大减少我们企业的盈利。用一个比喻来说明税收，如果刚满21岁的你，被要求即刻为你一生的全部收入纳税，那么，相较于要求在你去世时纳税，你的终身财富水平和遗产会仅仅是后一种方式的一小部分。

细心的读者或许会发现，我们所说的前后存在矛盾。先前，在讨论价格竞争激烈的行业时，我们提到税率的增加或减少，这种影响大部分会传递到消费者身上，对公司影响不大。但是，现在税率的增加会影响伯克希尔财险/灾害险公司的利润，即便它们的运营环境已经是充分价格竞争的行业。

这个行业成为一般通则的例外的原因在于，并非所有大型保险公司都使用相同的税务公式。重大区别的存在出于几个原因：一个新的可替代的最小税务额法规会极大地影响一些公司，但不涉及其他公司；一些大型的保险公司拥有巨大损失之后的扣减数额，这些数额会在随后的至少几年时间里，大大减少税务支出；一些大型保险公司会将保险业务与非保险业务合并在一起，反映公司的回报。这些愚蠢的情况导致了在财险行业产生了变动极大的边际税率。然而，在其他大多数价格竞争激烈的行业里，例如铝业、汽车业和百货业，却没有发生类似的情况，这些行业里的大型公司都按照一致的税务公式进行竞争。

对于财产险/灾害险公司没有一个统一的税务计算方法，意味着落在这个行业上的增加税负不会像价格竞争激烈的行业那样，传递到消费者身上。换言之，保险公司将自行承担新税法带来的负担。

这些负担的一部分将按照1987年1月1日生效的“新起点”方法进行冲销，那时，我们在1986年12月31日出于税务目的的损失准备金会转换为符合新税法要求的折扣基础。然而，在我们给你们提供的报告中，准备金仍然会完全像以前一样放在那里，没有进行折扣，除非是进行了结构化清算。这种“新起点”方法的影响是给我们提供了双重的抵扣：那些在1987年以及之后发生的、却没有支付的保险损失的一部分，我们会得到税项抵扣，因为这些损失已经作为1986年以及之前的成本被完全抵扣过了。

然而，这些由于新税法变化所导致的净资产升值不会反映在我们的财务报表中，而是按照当前的GAAP（通用会计准则，将来也许会改变），这种效益会进入损益表，因此，也会在随后的几年中，以减税的方式进入净资产。我们预计这种由于采用新方法调整所带来的全部效益在3000 ~ 4000万美元之间。然而，应该注意的是，这是一次性的效益，而其他与保险相关的税务变化不仅仅是正在发生，而且，随着时间的推移，在很多重大方面变得更为严峻。

新税法同时废止了《通用公用事业法案》。这意味着，1987年之后，在公司清算之时的税负将翻番，一部分在公司层面征收，一部分在股东层面征收。过去，在公司层面的税负可以避免。例如，伯克希尔计划清盘



（当然，这是不可能的），新税法与旧税法相比，在假设同样的东西卖同样价格的情况下，股东们现在收到远比之前出售公司资产得到的少很多。

尽管这种假设只是理论上的，但新税法对于很多公司影响很大。此外，它对于未来的投资评估也发生影响。举一个例子，石油和天然气生产公司、相关的媒体公司、房地产公司等，这些公司或许希望出售，但是因为《通用公用事业法案》被废止，所以它们的股东价值大大减少，尽管公司的实际运营和经济状况并没有恶化。我的感觉，新税法带来的这个重大的变化，还没有被投资者和经理人充分认识到。

伯克希尔的税务情况有些时候会被错误解读。

首先，资本利得对我们没有特别的吸引力。一家公司应税收入的税率是35%，无论该收入是来自资本利得还是运营收入。这意味着伯克希尔长期资本利得的税率比之获得同样利得的个人税率，整整高出了75%。

一些人质疑另外一个错误的概念，他们认为我们可以将收到的全部分红的70%，不列入应税收入。的确，大多数公司执行70%的税率，同样适用于伯克希尔持有的非保险类子公司。然而，我们的股票投资几乎全部由保险公司持有，在这种情况下，不列入的比例为59.5%。这意味着，1美元的分红对于我们而言，比1美元的普通运营收入更有价值，但还没有到通常假设的程度。

[1] 1986年，1998年。

## B.税务和投资的哲学<sup>[1]</sup>

伯克希尔公司是联邦政府的重要纳税人。所有加在一起，我们在1993年会支付联邦所得税3.9亿美元，其中，2亿美元来自运营，1.9亿美元来自实现的资本利得<sup>[2]</sup>。此外，我们在所投资公司中持有的相应份额，在1993年的纳税超过4亿美元。你们在我们的财务报表上看不到这个数字，但它却是真实的存在。直接或间接加在一起，伯克希尔在1993年支付的联邦税款占到所有美国公司当年税收总额的0.5%。<sup>[3]</sup>

谈到我们的股份问题所涉及的税收，芒格和我绝对毫无怨言。我们知道自己是在一个市场经济体系中工作，与那些像我们一样努力，甚至更努力的人相比，社会对于我们的回馈已是非常慷慨。税务制度应该，也确实部分补偿了这种不平等。尽管我们每年纳税金额巨大，我们依然受到了特别的优待。

如果将伯克希尔和它的股东整合在一起，以伯克希尔运作一个合伙制企业或S股份有限公司，会支付更少的税。这两种形式是主要的商业活动形式主体。但是，由于各种原因，这并不适合伯克希尔。然而，我们公司形式带来的不利因素，已经通过我们的长期投资策略得以缓解，尽管还远远没有被消除。即便芒格和我管理的是一家免税的机构，我们也会采用“买入并持有”策略，我们认为这是最为稳健的投资方法，这样做，还能平和我们的个性。执行这项策略的第三个原因是，在现实中，只有在卖出股票、实现收益时，才需要纳税。

在年轻的时候，通过我喜欢的连环漫画书《李尔·阿伯纳》（Li钧 Abner），我有幸知道递延税务的好处，尽管我当时错过了这堂课。为了让读者有良好的感觉，书中，李尔·阿伯纳在多帕奇地区过着快乐到邋遢、鲁钝的日子。有一天，他迷恋上了一个纽约的妖妇——爱普丝娜塔·范·克拉麦克斯（Appassionatta Van Climax），但对于和她未来的关系发展前途感到无望，因为他只有一块一美元的银币，而她只想嫁给百万富翁。带着沮丧的心情，阿伯纳找到当地百科全书式的人物老摩西。这位圣人告诉他：将你的钱翻20番，那个女人就是你的（1，2，4，8，16，...，1048576）。

我对这部漫画书的最后的印象是，阿伯纳走进一家小客栈，将他仅有的一美元投进一台老虎机里，中了大奖，老虎机吐出来的钱满地都是。阿伯纳认真仔细地遵循着老摩西的建议，捡起两美元，然后走出去继续寻找下一次翻番的机会。打那以后，我抛弃了阿伯纳，开始阅读格雷厄姆。

很显然，将摩西视为圣人有点言过其实，除了没有预见到阿伯纳对于指令的盲目服从之外，他也没有考虑到税务问题。如果阿伯纳如同伯克希尔一样，需要缴纳35%的联邦所得税，并且设法每年翻一番，20年后他只能积累到22370美元。当然，如果他继续保持这样每年翻番的速度，并依然适用35%的税率，他只需要再多7.5年，就可以达到得到那个女人所需的100万美元。

但是，如果阿伯纳用他的一美元银币进行一次投资，持有它同样翻番，历时27.5年会怎么样？如果真的是这样的话，届时他会有税前2亿美元，即便在最后一年的支付了7000万美元的税项，税后大约还有1.3亿美元。为此，那个妖妇会爬着去见阿伯纳。当然，她会如何看待坐在亿万万美元之上的阿伯纳将是另一个问题了。

关键词：复利的力量

这个小故事告诉我们的是，对于赋税的投资者而言，在设定回报率的情况下，一项内部以复利增长的单项投资，比一系列同样成功的投资，实现的财富要多得多。但是，我猜想很多伯克希尔的股东早已经知道了这个秘密。

伯克希尔喜欢购买一家公司100%的股份，而不是部分权益，这样做的背后，有其强烈的财务原因，而且与税务有关。按照税法的规定，伯克希尔持有80%或以上股份，要比小比例持股有利得多。当我们持有100%股权的公司税后盈利为100万美元时，所有的盈利都是我们的。如果将这笔钱以分红形式上交给伯克希尔，我们无须为这笔分红付税。如果这笔钱留存在子公司里，而且我们打算出售这家公司——在伯克希尔这是不可能发生的，而且出售价格比我们的成本多100万美元，我们也没有资本利得税。这是因为，我们出售的“税务成本”包括我们的买入价和之后的留存利润。

对比一下，当我们持有市场可流通证券会发生的情况。如果一家公司税后盈利1000万美元，我们持有该公司10%的股份，那么我们相应的100万美元盈利，适用的州政府和联邦政府的税负为：

（1）如果分红给我们，需要缴纳14万美元（我们大多数分红的税率为14%）。

（2）如果这100万美元盈利被留存在公司，我们之后以资本利得方式获得，那么税负不低于35万美元。我们的税率通常是35%，有时能达到40%。

我们可以不立刻实现利得，这样可以延迟35万美元的赋税，但最终这笔税还是要付的。实际上，在这个过程中，政府做了我们两次“合伙人”，而在我们持股80%以上时，只做了一次。

2003年5月，《华盛顿邮报》刊登了我的一篇批评布什税务法案的专栏。13天后，美国财政部税务政策部长助理帕梅拉·奥尔森（Pamela Olson）就新税法发表了演说，她说：“新税法意味着，一个被关注的中西部圣贤，熟悉税法如同玩弄小提琴一样，他可以继续安全地保有他所有的财富。”我想她是在说我。

唉，我的小提琴演奏技能没有将我送上卡内基音乐厅，甚至没有参与过高中的音乐会。代表你们和我，伯克希尔2003年的纳税金额为33亿美元，这相当于2003财政年度美国全国所有公司所得税总额的2.5%。与此相应，伯克希尔公司的市值只占美国所有公司市值的1%。

我们的纳税金额一直都名列我们国家前十大纳税人之列。如果另外还有540个纳税主体所缴纳的税款如同伯克希尔一样多的话，其他人或公司就不必再向山姆大叔交税了。我的计算没错，的确如此，2.9亿美国人和所有其他公司就不必向联邦政府就收入、社会安全、消费税或遗产税等再支付一分钱。（计算是这样的，2003财年，联邦税收为1.782万亿美元，如果另外有540个像伯克希尔一样的公司，且每个纳税33亿美元，就会有1.782万亿美元。）

2002年我们的纳税金额为17.5亿美元，我们的联邦纳税单就超过8905页。按照要求，我们尽职尽责地填写了两份纳税单，摞起来超过7英尺高。在公司总部，我们这个小小的、只有15.8个人的团队，尽管有时感到筋疲力尽，但偶尔一想到伯克希尔着实为国家财政分担了一己之力，我们还是为此感到兴奋和骄傲。

我可以理解为什么财政部现在对美国公司存在挫折感，并倾向于爆发。但它应该问国会和行政部门要补偿，而不是向伯克希尔。2003财年的公司所得税占联邦全部税收的7.4%，而最高峰时的1952年占到32%。除了一个例外（1983年），去年的这一比例是该项数字自从1934年公布以来最低的一年。

即便如此，对于公司（以及它们的投资者，尤其大投资者）的减税优惠是2002、2003年度政府倡议的重要部分。如果在美国还存在阶级的战争的话，我的这个阶级会明显胜出。今天，很多大型公司的CEO具有“拉小提琴的”天赋，他们支付的比35%联邦税率纳税率低得多，这使得你们的董事

长相形见绌。

1985年，伯克希尔缴纳的联邦所得税为1.32亿美元，同期美国全国所有公司该项纳税金额为610亿美元；到了1995年，上述两个数字相应分别是：2.86亿美元和1570亿美元。2003年，正如之前提到的，伯克希尔的纳税是33亿美元，而所有公司的纳税是1320亿美元。我们希望未来我们的纳税金额继续上升，这意味着伯克希尔越来越繁荣，但同时，也希望美国其他公司的纳税金额与我们一起上升。这或许是奥尔森女士应该做的事。

[1] 1993年，2000年，2003年。

[2] 1996年，累计纳税8.6亿美元；1998年，27亿美元；2003年，33亿美元。

[3] 1998年的信有如下内容。我们日益扩大的公司规模受益人之一是美国财政部。1998年度，伯克希尔和通用再保险公司已缴、将缴的联邦所得税为27亿美元。这意味着，我们担负起了整个美国政府超过半天的运营费用。按照这个思路再往前一步，如果再有625家公司的纳税金额与我们和通用再保险公司去年的纳税金额一样多的话，其他任何人——包括公司和2.7亿美国公民——都无须再支付联邦所得税，或其他任何联邦税，例如社会安全或遗产税。我们的股东可以说是真正地“默默地待在屋子里做贡献”。

## 后记<sup>[1]</sup>

我们将继续持有目前的主要持股，无论其价格与内在价值处于什么样的关系。这种至死不离的态度，加上这些股票所要求的全价（不再是折扣价），意味着它们不会像过去一样，在未来迅速推升伯克希尔的价值。换言之，我们迄今为止的表现来源于“双重”收益：

（1）我们投资组合中所持有的公司，在内在价值提升方面的杰出贡献。

（2）当股市适当地“修正”这些杰出公司的价格时，可以提升它们相对于平庸公司的估值，我们因此实现的额外收益。

我们对自己的投资组合中的每个公司充满信心，并相信会继续从中受益。但是我们从“价格赶上价值”这条线的收益已经实现，这意味着，我们将来只能享受“单重”收益了。

关键词：双重收益vs. 单重收益

我们还面临另一个障碍：在一个有限的世界里，高成长率必定会自我毁灭。如果这种成长的基数很小，这个规律或许在一段时间内不会显现出来。但是，当基数增大到一定程度后，欢乐的舞会就会终结。高成长率最终会自我锻造固定之锚。

美国天文学家卡尔·萨根（Carl Sagan）生动有趣地描述了这种现象：想想细菌的命运，它们每隔15分钟分裂一次自我繁殖。萨根说：“这意味着一小时的时间，细菌的繁殖翻四番，一天能繁殖翻96番。尽管一个细菌的重量仅有大约1克的一万亿分之一，经过一天无性繁殖的放纵之后，它的后代会像一座大山一样重……两天之后，比太阳还重。照这样发展，用不了多久，宇宙中所有东西都会由细菌构成。”

但是，不用担心，萨根说，总有某种障碍会阻止这种指数级的增长，“这种障碍或是食物中出来的小虫，或是它们自己之间相互毒杀，或是它们羞于在公众场合进行繁殖。”

即便在艰难的日子里，芒格（伯克希尔的副董事长和我的合伙人）和我也没有将伯克希尔看作细菌。让我们感到无限悲伤的是，我们还没有找到让伯克希尔的净值每15分钟翻番的方法。此外，我们对于在大庭广众之

下进行财务上的自我繁殖成长并无羞愧。然而，萨根的观察结果仍然适用。

资金太多是获得超级投资回报的敌人。伯克希尔公司现在的净资产是119亿美元，而当年，芒格和我接手管理之时是2200万美元。尽管市面上一如既往有很多优秀的公司，但是考虑到伯克希尔目前的资本规模，很多机会已经不值得考虑。我们现在只考虑那些至少可以投资1亿美元的机会。鉴于这个最低限额，伯克希尔的投资空间大大缩小了。

尽管如此，我们仍然会坚守来时的路，不会放松我们的标准。著名的棒球选手泰德·威廉姆斯在他的著作《我的生活故事》（The Story of My Life）中，解释了其中的原因：“我认为要成为一个优秀的击球手，你必须等到出现好球的机会才去击打，这是本书的第一原则。如果我不得不去抓住我的幸运区以外的球，我就不会成为0.344的优秀击球手，我可能只是0.250的平庸击球手。”芒格和我同意这个观点，并会等待出现在我们自己“幸运区”的机会。

我们会继续对政治和经济的预测置之不理，对于很多投资者和企业家而言，这些是非常昂贵的消遣。30年前，没有人能够预见到越战的扩大，工资管制和物价管制，两次石油震荡，总统辞职，苏联解体，道琼斯指数一天大跌508点，或国债收益率在2.8%到17.4%之间巨幅波动。

但是，令人吃惊的是，这些重磅炸弹式的事件都未能对本·格雷厄姆的投资原则产生丝毫的打击和动摇，这些事件也没有动摇“以合理价格购买优秀企业”的原理。试想一下，如果出于对未知的恐惧而延迟或改变资本的使用，我们的代价会有多大？事实上，当对于宏观事件的忧虑达到顶峰之时，恰恰是我通常做出最佳买卖的时机。对于那些跟风追求时尚的人而言，恐惧是敌人，但对于那些关注基本面的人而言，恐惧是朋友。

未来30年，一定会出现一批不同类型的流行股票。我们既不会预测它们是哪些股票，也没有打算从预测中获利。如果我们能找到像过去所购买的公司一样的公司，外部的惊喜对于我们长期的表现结果几乎没有什么影响。

我们可以向你们承诺的是，所有人会得到与其持股相匹配的收益，在你们持有伯克希尔期间，你们所获得的与芒格和我一样。如果你们遭受痛苦，我们也会遭受痛苦；如果我们发达，你们也会一样发达。我们不会引入一些所谓报酬机制，来破坏这种纽带式的联系，这些报酬机制在股市上升时给予我们（作为管理者）更多比例的报酬，而在下跌时却没有太大损



失。

我们进一步向你们承诺，我们个人财富的绝大多数都会集中在伯克希尔股票上。我们不会让你将投资的钱放在我们这里，而自己却将钱放在别处。此外，由于伯克希尔承载了我们家庭大多数成员，以及那些从20世纪60年代就追随芒格和我的伙伴和朋友们的投资，我们没有任何理由不尽全力做好我们的工作。

我们实现收益的方式，是通过一流经理人的努力而实现，他们是一群能从看似平常的企业中获得不平常利润的人。著名棒球选手凯西·施滕格尔（Casey Stengel）将管理棒球队描述为：“他们完成了本垒打，我们跟着受益。”这也是我在伯克希尔运用的方法。

即便是拥有著名钻石“希望之星”的一部分，也远远胜过拥有一颗人造钻石的全部。谁都能轻易辨别出我们之前提到的公司是罕有的宝石。最妙的地方还在于，我们并非仅仅简单地拥有这些公司，而是拥有一个能不断成长的组合，

股票的价格会继续上下波动，有时甚至很剧烈，经济也会有波澜起伏。然而，随着时间的推移，相信我们拥有的这些企业会继续以令人满意的速度提升价值，这是个大概率事件。

我认为以讨论一下伯克希尔今天和未来的管理，作为结束的话题很合适。正如我们在《与所有者相关的企业原则》中的第一条告诉你的那样，芒格和我是伯克希尔的管理合伙人，但是，我们将这个重担分派给了旗下各个子公司的经理人们。

芒格和我的主要工作是参与资本配置，以及对于关键经理人的关心和培养。大多数经理人在自主管理企业时都会心情愉快，而这正是我们托付他们的方式。这种方式让他们全权负责经营决策，并且将运营中多余的现金上交给伯克希尔总部。通过把现金交给总部的方式，他们就不会因各种诱惑而分心。此外，相对于我们的经理人多局限于对自己所在行业的了解，芒格和我有着更为宽广的视野，更有可能在更大范围内寻找更好地运用这些资金的可能性。

大多数我们的经理人都已经获得财务自由与独立，所以，创造出一种鼓励他们愿意为伯克希尔服务的氛围，而不是去打高尔夫或钓鱼，是我们的责任。这就要求我们公平地对待他们，就像如果位置颠倒一下，我们希望被对待的方式一样。

至于资产配置，这是芒格和我都喜欢的活动，而且在这方面我们已经积累了一些有用的经验。一般而言，头发灰白的人不会在这个运动场上受伤；在进行投资时，你不需要手眼的敏捷配合，或发达的肌肉（感谢上帝）。只要我们的头脑可以继续有效工作，芒格和我就会干得像以前一样好。

作为股东，你们自然会关心，在我年事渐高后，是否会继续担任公司CEO？如果发生什么变化的话，董事会将如何处理这个问题？你们或许还想知道，如果我今晚去世了，会发生什么情况？

第二个问题很容易回答，我们旗下的大多数公司都拥有强大的市场优势、强有力的动能和杰出的管理层。伯克希尔的文化已经深深浸透在我们每个子公司的血液里，即便我过世之后，他们也不会错失商业机会。此外，在伯克希尔，我们有三个年富力强的经理人，他们之中的任何一人都是可以胜任CEO，并在特定的管理方面会比我干得更好。

负面影响的一面是，他们之中没有一个具有像我一样在众多领域的交叉经历，这种经历让我无论在商业方面还是在投资方面都感到如鱼得水。这个问题可以通过安排专人负责处理可流通证券的方式解决。在伯克希尔，这是个有趣的工作岗位，新的CEO将会毫无疑问地聘请一位有才能的人来做。实际上，我们在盖可保险这样做已经26年了，结果非常棒。伯克希尔董事会已经非常详细地对每一位CEO候选人进行了讨论，并一致认为如果今天有需要，他们今天就可以继承我的位置。

关键词：接班人

关于这个话题，董事们会持续关注，并随着环境的变化而与时俱进。新的管理新星可能会出现，现有的经理人可能会老去。但重要之处在于，董事们现在以及未来都完全清楚，一旦有需要的时候，他们应该做什么。

尽管每一个人的衰老进程会有很大的不同，但或迟或早，他们的能力和活力会渐渐下降。有些经理人在80岁的时候依然效率满满，例如芒格82岁的奇迹。有些人在60岁时就明显退化。当人衰老、能力衰退时，他们自我评估的能力也随之衰退，这就需要其他人的提示。

当发生这样的状况时，我们的董事会将接手我的工作。从财务角度看，董事会成员通常无意这么做。据我所知，全国没有一家公司的董事会，其成员的家庭财产与公司股东们的财产有如此紧密的联系，甚至连情况接近的例子也没有。然而，在个人情感的层面，对于大多数人而言，尤其是朋友，很难去告诉他：“你已经不行了。”

然而，如果我成为了那个“不行”的人，我们的董事会会帮忙告知我。我拥有的每一股伯克希尔的股票都会捐给慈善机构，我希望社会能从这些捐赠的遗产中得到最大的益处。如果我的伙伴们推卸责任，没有履行其监督职责，请我去养老（我希望是温和礼貌的，而不是被扫地出门），那么，这将会造成我持有股份的价值潜力的缩水，进而造成慈善潜力的减少。如果出现这种情况，这会是一个悲剧。但是，不必担心这样的事情发生，我们有一个杰出的董事会，他们一直会按照“股东利益至上”的原则行事。

伯克希尔有三位CEO候选人可以替代我的位置，而且董事会知道如果我今晚过世的话，谁可以履行我的职责。他们中的每一位都比我年轻得多，董事会认为我的继任者拥有一个较长的任期很重要。

坦白地说，我们公司的投资端的业务还没有准备好。在我们10月份的董事会上，我们充分讨论了这个话题，并且制定了一个计划。在这个计划中，我雇用一個年轻的、具有投资潜力的先生或女士来管理我们庞大的投资组合，我们希望在将来有一天需要之时，他能够继任我作为伯克希尔的首席投资官位置。作为选择过程的一部分，我们实际上会选择数个候选人。

选对人并非易事。当然，发现一个聪明的人并不难，他们之中，有的具有令人印象深刻的投资记录。但长期的投资成功，仅仅凭当下的头脑聪明和短期的业绩优秀是远远不够的。

长期来看，市场一定会发生非同寻常甚至离奇的事件。一个单次、重大的事件可能会将多年以来累积的、一系列的成功一笔勾销。我们需要的是从基因排序上能够识别和避开这类风险的人，包括那些之前从未遭遇过的重大风险。有些潜伏在投资策略中的危险，用今天金融机构普遍使用的模型是无法发现的。

性格也是极其重要的。独立思考，情绪稳定，对人性和机构行为具有敏锐的了解，这些都会在长期投资成功中起到非常重要的作用。我见过很多非常聪明的人，但他们缺乏这些美德。

最后，还有一个特别的问题需要思考：我们留住人才的能力。能够成为伯克希尔的一员会大大提高一个投资经理人的市场身价，因此，我们需要确定我们留住所选之材的能力，即便他可以离开，并且在其他地方赚更多的钱。

我已经将我持有的伯克希尔的股份分别安排给五个慈善基金，让它们

执行我一生的计划，以及最终实现我的慈善捐赠目标。在遗嘱中，我会规定，在我过世之后的十年内，从我的股份中变现获得的资金，用于慈善目的。因为我的后事没有那么复杂，处理这样的事情应该用三年时间。这13年的时间，加上我还有的12年的生命预期（尽管，很自然，我的目标是活得更久），这意味着，来自我的伯克希尔持股的收入被分配给社会的时间大约会在未来的25年左右。

我设置这样的时间表，是因为我希望这些钱能被那些我所熟悉的、有能力的、精力充沛且积极向上的人相对迅速地使用。这些优秀的管理特质有时会随着机构年龄的增长而衰退，尤其是那些可以置身于市场力量之外的机构。今天，管理这五个基金的人都非常棒。所以，在我离世的时候，为什么不让他们尽快明智地花掉留下的钱呢？

一些喜欢将基金设立为永久性基金的人会说，不应将慈善基金这么快花完，因为将来的社会肯定也会遇到重大问题，也需要慈善捐赠。我同意“将来的社会也会遇到重大问题”这个观点。但是，到那时，社会上也会有很多超级富裕的个人和家庭，他们的财富甚至远超今天的美国人，并且他们的慈善机构也会进行慈善捐助。

这些慈善捐助者会根据第一手信息判断，什么样的运作既具有活力，又能专注解决当时社会存在的重大问题。通过这种方式，做慈善的方法和有效性将受到市场的检验。有些慈善机构值得大力支持，而有些机构会干得不怎么样。即便在世的人也未必能够做出完美的决策，但相较于一个入土6英尺深的逝者在数十年前做出的规定而言，他们更能理性地分配慈善资金。当然，遗嘱总是可以重新修改，但是我的想法不太可能有实质性的改变。

为了避免以病态的口吻结束本书，我想向你保证，我从未感觉如此良好。我热爱管理伯克希尔。如果享受生活可以延长寿命的话，那么，玛士撒拉（Methuselah《圣经》上传说享年969岁高寿的人）的长寿纪录可能会岌岌可危。<sup>[2]</sup>

[1] 1989年、1994年、1996年更新的所有者手册，2005年、2006年、1996年更新的所有者手册。

[2] 《圣经》上传说享年969岁高寿的人。



WILEY

作序真诚推荐

投资大家

彼得·林奇

肯尼斯·费雪

霍华德·马克斯

比尔·米勒

知名投资人

李剑

姚斌

陈理

杨宝忠

张可兴



将巴菲特思想引进中国的第一本书

# 巴菲特之道

(原书第3版)

[美] 罗伯特·哈格斯特朗 著 杨天南 译  
(Robert G. Hagstrom)

THE  
WARREN  
BUFFETT  
WAY (3RD  
EDITION)



机械工业出版社  
China Machine Press

巴菲特之道（原书第3版）

The Warren Buffett Way（3rd Edition）

（美）罗伯特·哈格斯特朗（Robert G. Hagstrom） 著

杨天南 译

ISBN：978-7-111-49362-4

本书纸版由机械工业出版社于2015年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.bbbvip.com 新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

# 目录

译者序 将巴菲特思想引进中国的第一本书

推荐序一 敢于伟大

推荐序二 价值投资思想薪火相传

推荐序三 巴菲特的思想与哲学

推荐序四 成为最好的自己

推荐序五 投资是一项五环相扣的系统工程

推荐序六 重读经典

推荐序七 做一个高明的投资者

推荐序八 远离喧嚣

推荐序九 值得反复翻阅的投资经典

前言

第1章 五西格玛事件：世界上最伟大的投资家

第2章 沃伦·巴菲特的教育

第3章 购买企业的12个坚定准则

第4章 普通股投资9个案例

第5章 投资组合管理：投资数学

第6章 投资心理学

第7章 耐心的价值

第8章 最伟大的投资家

附录A



[关于网站](#)

## 赞誉

从未有人像哈格斯特朗这样更好地记录了巴菲特。

——《时代》周刊

本书揭示出，巴菲特的成就是非凡的，巴菲特的投资方法也是非凡的，但他的方法却是可以为普通投资者所学习和应用的。

——《华尔街日报》

巴菲特的成功吸引了众人的目光，但没有一个人能像哈格斯特朗一样更好地描述他的成功。这本书是一流的，它揭示了巴菲特投资决策的内幕及其缘由。

——畅销书作家 约翰·罗斯柴尔德

经典之作！如果你想知道有关巴菲特的一切，一定要好好阅读这本书。

——《福布斯》

所有对经济、企业、股市之跌宕关系感兴趣的人，都会从这本有趣的书中受益。

——《经济学人》

《巴菲特之道》非常适合普通投资者。作者将巴菲特获取亿万财富的投资技巧分解为易懂的12个准则，并展示了如何运用这些准则获利。

——《达拉斯新闻早报》

感谢罗伯特·哈格斯特朗，他精心打造的这本书，描述清晰、策略明确，能帮助我们更成功地完成生命中最有趣且最艰巨的任务——投资我们的金钱。

——《巴菲特如是说》作者、畅销书作家 珍妮特·洛

通过将巴菲特的方法放在更广阔的历史背景上，罗伯特·哈格斯特朗不仅揭示了20世纪投资巨人们的主要观点，从格雷厄姆到费雪，而且透彻地解释了他们的理论基础，包括概率论、心理学。这不仅是一本投资书，它简直是一个投资图书馆。

——克里斯·戴维斯 戴维斯顾问公司基金经理

罗伯特·哈格斯特朗向我们展示了世界上最伟大的投资家如何指引大家在股海中航行。

——凯·布斯 凯佩罗·沃特菲尔德公司管理总监

## 译者序 将巴菲特思想引进中国的第一本书

北京金石致远资产管理有限公司CEO 杨天南

2015年1月18日

今次有幸翻译最新版本的《巴菲特之道》一书，真是因缘际会，因为大约在整整20年前，我的命运正是被这本书的初版改变的。它让巴菲特成为我心中的英雄，使我从此走上投资的大道，并获得了财务自由。

《巴菲特之道》是第一本将巴菲特思想引进中国的书，而我可能是第一个中国读者，因为其中文版的面世是1996年，而我在1995年就读到了当时还是活页的书稿。我也可能是中国大陆第一个与巴菲特通信的人、第一个亲见巴菲特的人，早在1997年将一份在同一版面刊登我照片和巴菲特照片的中文报纸寄给他，并收到其回复。由此激发了2001年我前往巴菲特的家乡奥马哈，再后来被媒体报道为“第一位与股神握手的中国人”。

早在1993年，我因为参与公司的股份制改造而接触股市，当时整个社会都在摸索中前进，实际上大家都不明白股票到底为何涨跌，于是今天看来甚至莫名其妙的各种理论，活跃于媒体及坊间，有兴趣翻阅昔日的证券类报刊，会发现当年的振振有词，今日看来多是妄言与臆断。

这种股市中浑浑噩噩的摸索直到1995年，一本有关巴菲特投资思想的书首次出现在我的生命中，如同黑屋中忽然射进一道灿烂日光，又如茫茫

暗夜中的航船发现了指路明灯，令我懂得了投资的真正意义。这本书就是今天这本《巴菲特之道》的第1版，后来又译为《股王之道》、《胜券在握》、《沃伦·巴菲特之路》等。

书中阐述的诸如“买股票就是买企业”、“好企业好价格”等投资理念现在听来尽人皆知，但当年简直是天外来音，闻所未闻。对于巴菲特的景仰之情，在多年之后融入我写的《巴菲特，生日快乐！》一文中。

巴菲特如今已85岁高龄，依然天天“跳着踢踏舞”上班，带领着伯克希尔每年为股东盈利数百亿。

对于所有能活到这个年龄的人，我们表示尊敬；

对于所有如此年龄还身手自如、思维敏捷的人，我们表示惊羨；

对于能如此年龄、身心康健，还年复一年为投资人创造数以百亿计价值的人，我们的心情只能用景仰来形容。

巴菲特是有史以来最伟大的投资家！没有之一！

在星光灿烂的投资长河中，有无数个名字闪耀其间，彼得·林奇、乔治·索罗斯、吉姆·罗杰斯、戴维斯、西蒙斯、比尔·米勒等，他们如同浩瀚银河中划破夜空的明星，为现代人类社会谱写了一个又一个投资传奇。但就财富积累本身而言，这些成功投资家加在一起也抵不上一个巴菲特。如若这些著名投资家有机会与巴菲特一起出现，这样的场面只能用一个词来形容——月朗星稀！

我要感谢罗伯特·哈格斯特朗，当年一个年轻人对于自己热爱的记录，无意间激起万里之外另一些素不相识的年轻人的热爱，所谓的薪火相传就这样像蝴蝶效应一般荡漾开来。时光荏苒、相隔千里，那些曾经受益于这本书、达到财务自由境界的曾经的年轻人，今日聚首，以自己的青春与实践向世人推荐这本《巴菲特之道》，也是在以这种方式向巴菲特致敬。

时至今日，有关巴菲特的书籍在我书架上达百余本之多，中英文皆有，水平参差，这本《巴菲特之道》始终是最为经典的一本。这本书中总结的四大类12条投资准则，系统勾勒出巴菲特投资方法的框架。新版更是增添了相当的新内容、新投资案例，对于那些想了解投资、了解巴菲特、想取得投资成功的人，无疑是最佳学习路径之一。

虽然这本书涉及历史、人物传记、企业管理等，但终究是本以投资为主的书。对于投资这个话题，我倒是对年轻的读者有两点额外的提示：

（1）对于“青春资本”多于“现金资本”的年轻人而言，不必将精力过多耗费在股市上。

今天巴菲特受人仰慕的原因多源于其财务上的巨大成功，众人的目光多被其高昂的股价吸引，2015年初，伯克希尔的股价为22万美元，而以半个世纪前每股8美元计，年复合回报率达22%。

以中国股市“90%的股民入市资金在10万以下”的情况而言，即便取得了与巴菲特媲美的投资成绩又如何？绝大多数人利益最大化的选择是专注

于主业。至少在踏上社会的早期阶段，大多数人随着本职工作技能的提高，其收入多会超过投资收益。看看身边那些曾经20、现在40岁的人们过去10年、20年的“炒股”经历，最大的损失并非股票亏损，而是由此耗去的时间与精力本可以成就另一番事业。如果你是个更有进取心的人，那么创富的最佳路径，是潜心做自己喜欢的事，最终将自己的企业上市。

## （2）巴菲特理念的“局限”。

作者总结的巴菲特投资12条准则，并非适合于所有的对象，例如要求“具有持续的运营历史”、“高利润率”等，这些几乎无法运用于新兴高科技类企业的投资，如果你想用巴菲特理念去炒买创业板，一定会大失所望。

但这到底是巴菲特理念的“局限”，还是其历时60年，在资本市场的惊涛骇浪中屹立不倒的秘密所在？时光会说明一切。

尽信书不如无书，就像当初年轻巴菲特若是尽信了他的伟大导师格雷厄姆的理论，绝不会有今天的成就一样，读书，多读、兼听、多思考，信也不要迷信，并与实践相结合，这才是人生阅读的真意义。



## 推荐序一 敢于伟大

橡树资本主席 霍华德·马克斯

2013年7月

究竟是什么因素促成了沃伦·巴菲特超乎寻常的投资成就？我经常问自己这个问题，这也是我在这篇序言中想探索的。

早在20世纪60年代后期，我在芝加哥大学读MBA时，学习到一种发源于此的新金融理论——芝加哥学派最重要的思想之一——市场有效假说。根据这种假说，数以百万计的投资市场参与者，他们聪明、活跃、目的明确、见多识广，所有这些人的行为综合在一起，会将所有的信息迅速地反映到股价上，这使得标的资产提供一个风险调节后的公平回报，不多也不少，也就是股价永不会过高或过低，以至于没有人能够持续地从市场中获得额外的收益。芝加哥学派的这个市场有效假说理论造就了一个广为人知的名言：“你无法战胜市场！”

如同大量实证数据所显示的那样，市场有效假说理论为一种结论提供了理论基础，那就是无论多么勤奋努力，绝大多数投资者无法战胜市场。市场是无法超越的。

但这并不是说，没有投资者战胜了市场。每隔一段时间，伴随着大多数人的失利，总有些人会胜出。市场的效率并非一种强制力，这使得个别

投资者的回报偏离于市场整体的回报。它仅仅是断言，没有人可以足够充分、持续地反驳市场有效假说。在大多数过程中，某些人是异数，但他们的超额回报被描写为随机所得，因为这与黑猩猩的行为类似。后来，我还听到一种说法：“当你将足够多的黑猩猩和足够多的打字机放进一个房间里，最终一定会有一只黑猩猩能打出《圣经》来。”这就是说，当随机性确实存在，任何事情都可能发生。然而，如同我母亲曾经说过的：“规律总是要有例外来证明的。”一个普遍的规律不可能100%没有偏差，但例外总是不常见的。每天都有数以百万计的投资者，无论是业余还是专业的，都在证明你无法战胜市场。

这时沃伦·巴菲特出现了。

沃伦和一些传奇投资家，包括本·格雷厄姆、彼得·林奇、斯坦·德鲁肯米勒<sup>[1]</sup>、乔治·索罗斯、朱利安·罗伯逊<sup>[2]</sup>，他们的投资表现令芝加哥学派的理论受到冲击。简而言之，在足够大的范围里、足够长的时间段、足够规模的资金情况下，也就是在样本充足、并非个案的情况下，他们的杰出表现令市场有效假说理论的倡导者受到挑战。

这些伟大投资家的投资记录表明，卓越的投资者能通过技能战胜市场，而不是运气。

事实胜于雄辩，特别是在沃伦这个例子中。他亲自打印出一个条幅挂在办公室的墙上，显示自1965年起以105000美元开始巴菲特合伙公司之后的历史。自那时起，通过吸收额外的资本以及投资回报的积累，他的伯克

希尔-哈撒韦公司如今拥有1430亿美元的投资以及2020亿美元的净资产。他连续多年击败股市指数，在这个过程中，他成为美国第二最富有的人。福布斯排行榜上其他富豪们的财富，或是来自房地产业，或是来自高科技行业，巴菲特的财富则完全是通过投资市场建立的，而这个市场人人皆可接触。

是什么成就了巴菲特奇迹？我认为大致有以下这些因素。

## 超级聪明

沃伦有句妙语：“如果你有160的IQ（智商），卖掉30吧，因为你不需要这么多。”如同马尔科姆·格拉德威尔在《异类》一书中提到的那样，取得伟大的成功，你只要有足够的智力即可，不必是天才。多余的智力并不会增加你成功的机会。事实上，有很多聪明人没有找到自己在现实中成功（或幸福）的路径。高IQ不足以让人成为伟大的投资家，否则大学里的教授们一定是全美最富有的人。具有商业思维导向以及常识或街头智慧才是最重要的。

我暗中猜测沃伦的IQ是远远高于130的……但他并没有按照他自己建议的那样去“卖掉”额外的IQ，他具有剖析核心、直达结论、拨乱反正的能力。简而言之，他具有令人震撼的分析能力。

而且，他快得不可思议，他不必花数周或数月去得出结论，也不需要分析师队伍帮他计算。他认为不需要知道以及不需要考虑每一个数据，人

是最关键的，他善于知人。

## 具有完整的理念体系

很多投资者认为自己可以聪明地驾驭很多事情，至少，他们表现出来的是这样。他们认为世界不停地变化，人们必须与时俱进，以跟上最新的发现。问题在于，没有人会擅长每一件事，不断地更新和学习新事物是很难的。

与此相反，沃伦知其所不知，坚守自己的能力圈，放弃其他。这很重要，因为马克·吐温曾说：“你所不知道的不会令你陷入麻烦，令人陷入麻烦的一定是你知道的。”（大约相当于说：“你不会被不相信的人欺骗，欺骗你的人一定是你相信的。”）沃伦只投资于那些他了解和喜欢的企业，着重于那些看似平淡无奇的领域，避开热门公司，例如高科技。他可以忽略那些超出他投资理念之外的机会，更重要的是，看着那些他曾错过的却令其他人赚钱的机会，他能够心平气和（大多数人可做不到）。

## 灵活变通

这里有一点很重要，具有一套完整理念体系并非说不需要变通。适应剧烈变化的环境是必须的，有时甚至可能发现更好的理念，关键在于如何去拥抱变化。

在沃伦职业生涯的初期，他采用的是伟大导师本杰明·格雷厄姆的方法

——被称为“深度价值”理论——买入那些被冷落的股票，尤其在它们的价格低于其净现金值的时候。这个理论有时被称为“捡烟头”理论。然而后来，在他的伙伴查理·芒格的建议之下，他改变了轨迹，开始着重于用合理的价格（而不是极低的如同赠品般的价格）得到那些具有“护城河”的高品质、有定价权、有杰出管理人的企业。

通常沃伦会避开资本密集型企业，但利用2008年金融危机造成的机会，以及对于铁路运力提升的洞察，他克服了这个偏见，投资了伯灵顿北方圣达菲铁路公司。

理念应该提供方向，而不是呆板。如同投资中的其他构成因素一样，这是个难以把握的两难选择。沃伦不会在挑战面前畏缩不前，他既不会随着每一个风向而随意改变，也不会像榆木疙瘩一样呆板致死。

## 理性

妨碍投资成功的很多障碍与人们的情绪有关，市场有效假说理论失灵的主要原因在于投资者很少满足于客观理性的标准。大多数人在股价上升时变得自信、兴奋、贪婪，他们不是变现获利，而是去追逐赢家，买入更多；在股价下跌时，他们变得郁闷、恐惧，他们不是买入，而是打折抛售，争相逃命。更糟糕的是，他们有种可怕的倾向，就是以别人的行为去判断自己的行为是否正确，羡慕别人的成功会使他们冒额外的风险，因为别人就是这么做的。这种羡慕之心会产生羊群效应，有些混迹于投资队伍

中的人甚至对于投资根本一窍不通。

沃伦似乎对于情绪感染具有绝对的免疫力，当事情变好时，他不会喜形于色，当事情变糟时，他也不会叹气沮丧。他根本不在乎别人是否认为他成功，或别人认为他的投资决策是否正确（在2000年年初科技股鼎沸之时，他被人嘲笑为“巅峰已过”，但他依旧坚持自我）。他用自己的方法衡量成功与否，而不是大众或媒体的标准。他只关心自己（和芒格）的所思所想，以及为公司股东谋求利益最大化。

## 逆向思维、特立独行

尽管意识到情绪化的错误，盲从仍然是投资中典型的常见行为，而杰出的投资者会反潮流而动，在关键时刻不人云亦云。但仅仅与众不同是不够的，你必须懂得别人在做什么，懂得他们为何不对，懂得应该做什么，还必须要有强大的精神力量反其道而行（如同耶鲁大学的大卫·史文森<sup>[3]</sup>所言的持有“令人不舒服的与众不同的仓位”），以及能够坚持备受煎熬的状态直到最后的胜利来临。这最后一条极其艰难，如同一条古老的谚语所言：“过早介入与犯错没有什么区别。”总之，逆向思维和行动是不易的。

显而易见，沃伦善于逆向投资，他甚至陶醉于此。他观察到高收益债券（垃圾债券）有时被标出鲜花的价格，有时被标出杂草的价格，他曾写信给我说：“我更喜欢它们被标出杂草的价格。”一个逆向投资者更喜欢买那些失宠的东西，沃伦便是如此。

## 反周期

投资包括对于未来的应对，然而，很多杰出的投资家认为他们无法预测未来的宏观经济发展、利率走向以及市场波动。如果我们并不比他人更具优势，应该怎么办？我的观点是，反周期操作会令你收获巨大。

当经济趋于改善、公司报出优异业绩、股价上升、回报可观时，投资情绪易处于良好状态。但投资于不断上升的对象不是卓越投资家所希望的，相反，他们希望在经济萧条时以最大的折扣价买到那些遭受打击的企业。然而，这也不容易。

沃伦不止一次地展示了他的能力——实际上是他的偏好——当人们缺乏信心时，在经济周期的底部进行投资。2008年金融危机时，他分别投资50亿美元持有高盛和通用电气息率10%的优先股，2009年投资340亿美元于对经济周期敏感的伯灵顿北方铁路公司，这些都是他这种能力的体现。今天回顾起来，这里蕴藏的投资智慧是显而易见的，但在金融危机四面楚歌之时，这需要多么大的勇气？

## 长期的专注且不理睬波动

在我45年的职业生涯中，看到的是投资者变得越来越短视。这可能与媒体过于关注投资结果（20世纪60年代可不是这样）有关，也可能是由于按年度盈利表现而提成的对冲基金经理们追求年度收益，反过来将这些情绪又传染给投资客户。但当荒谬的偏见影响他人的思维和行为时，我们却



可以通过避免这些荒谬而获益。因此，当多数投资者过度关注于季度、年度表现时，他们实际上为更有远见的人创造了机会。

沃伦曾说他的“持有期限是永远”，他“宁愿要一个跌宕起伏的15%回报率，也不要一个四平八稳的12%”。这让他可以长时期坚持于那些伟大的投资机会、递延税费、以复利方式增长他的投资收益，而不是每年兑现收益，每年支付那些短期（代价高昂的）税金。这样的策略不但令他能避免短期市场波动，反过来使他可以利用市场波动受益。实际上，沃伦的行为表明他更乐于持仓，而不是利用市场的流通性便利而空仓。

## 勇于在最好的点子上下大注

多元化配置在所谓的谨慎投资管理中扮演着重要角色。一句话，它能降低个股大幅损失的可能。但一个高度分散的投资组合，固然减轻了输家的痛苦，相应地也减少了赢家获利的潜在可能。

如同其他很多事情一样，沃伦对于多元化持有不同看法，“我们所采取的策略，排除了所谓多元化的教条，很多权威人士会说我们这种策略比之传统的方法更具有风险，我们却认为，从了解公司运营的深度和便利度方面看，集中投资的策略可以很好地降低它所附带的风险。”

沃伦知道伟大的投资机会不可多得，所以他时刻保持高度警觉，一旦出现便迅速出击。他关注于那些他所信任的人和公司，不会仅仅因为别人的持有而持有一些令人不安心的企业，他也拒绝仅仅为了减轻错误影响而

进行的所谓“劣质多元化”。显而易见，如果你有机会取得了不起的成功结果，这些都是很重要的因素。

## 稳如磐石

太多的投资者似乎总有很多伟大的事情要忙，或许他们希望留给人一个印象，就是他们总是能聪明地发现一些伟大的投资。但是伟大总是极少的，这意味着，你不可能每天都能遇见。

沃伦愿意长期保持不动，避免频繁交易直至伟大机会的出现。他有个著名的比喻，最伟大的棒球手之一的泰德·威廉斯，肩上扛着球棒站在自己的位置上，等待完美一击的出现。他以此为例，说明自己在投资上的坚持，只有当诱人机会出现时，他才会完美出击。谁说伟大机会总是出现呢？

## 最后，他不担心会被炒鱿鱼

很少有投资者能在他们认为正确之时全力以赴，当投资对象流动性不佳、具有争议或名声有瑕时，很多人是不敢买入的。同样，他们不会卖掉那些“大家”都说会涨的股票，也不会集中持有那些为数不多的最佳投资对象。为何如此？因为他们畏惧失败带来的糟糕后果。

那些管理投资的经理人担心，大胆的行为会令自己被老板或客户炒鱿鱼。因此，他们宁可平庸地去做那些谨慎的、没有争议的事。约翰·梅纳德·

凯恩斯注意到了这种倾向，他评价说：“世俗的智慧告诉人们：对于名声而言，即便遵循常规而失败也好过打破常规而取胜。”但这种倾向揭示了一个难题：如果你考虑失败会令人蒙羞而不愿意大胆进取，那么相应的，你也不会享有如若成功则随之而来的光荣。

伟大的投资者会谋定而后动，一言以蔽之：**他们敢于伟大！**

显而易见，沃伦不担心有人炒他的鱿鱼，他的位置是不可动摇的。在股市崩溃时，其他基金经理可能会被客户要求撤出资金，这会令投资雪上加霜，而这时沃伦却可以安之若素。在任何伟大投资者的成功中，资金的确定性这一点非常重要。我敢肯定，早年沃伦将对冲基金模式（合伙制）转变为伯克希尔-哈撒韦公司模式时就已经考虑到这一点。<sup>[4]</sup>

当然，沃伦拥有很多杰出投资者的共性：专注、自律、有目标、工作勤奋、具有极强的数字感和逻辑性，他还热衷于通过大量的阅读和值得信赖的朋友圈搜集广泛的信息。我敢肯定地说，他投资是因为喜欢解决其中蕴含的复杂的智力问题，而名声和金钱的获得倒是这一过程中的副产品。

理论上，很多投资者在过去的60年可以和沃伦·巴菲特干的一样好，上述的品质虽然少见，但并非独一无二。它们每一条都熠熠发光，不是吗？但仅有很少的投资者能将它们聚为一体，让我们一起从这本《巴菲特之道》中寻找答案，看看这些品质如何使沃伦取得了卓尔不凡的成功。

<sup>[1]</sup> 斯坦·德鲁肯米勒是索罗斯量子基金曾经的二号人物，曾参与策划20世纪90年代震惊市场的“英镑狙击战”和“97亚洲金融风暴”。——译者注

[2] 朱利安·罗伯逊是老虎基金创始人，避险基金界的教父级人物，价值投资代表人物。——译者注

[3] 大卫·史文森是耶鲁大学的首席投资官，在20年里，他的年投资回报率达到16.1%，2009年他被奥巴马任命为美国经济复苏顾问委员会委员。

——译者注

[4] 1969年之后，巴菲特不再以基金模式作为投资工具，而是采取了股份公司的模式。——译者注

## 推荐序二 价值投资思想薪火相传

美盛集团（Legg Mason）董事长兼首席投资官 比尔·米勒

2004年10月

自罗伯特·哈格斯特朗1994年出版《巴菲特之道》第1版，本书迅速风靡一时。时至今日（2004年），一共卖出了120万册，这本书的畅销就是它物有所值的最佳证明。

任何时候，只要是以巴菲特为主角的事件，都很容易规模巨大。当大多数投资者以数百、数千为行为单位时，在巴菲特那里往往以百万、十亿计。但这并不意味着我们无法从他那里学到东西，恰恰相反，如果我们审视他的所作所为，辨识他的行为方式，就可以依此塑造自己的成就。

这正是罗伯特这本书的深刻贡献，他耗时数年仔细研究沃伦的行为、语言、决策，然后条分缕析地进行说明。在这本书中，他提炼出12个准则，那些引导巴菲特穿越各种牛熊市场情况的永恒投资哲学。同样，这些准则能给予任何投资者以启发。

罗伯特工作的持久价值在于其清晰的专注，尽管这本书谈了不少投资技巧，但依然以投资原则为主，原则是不会改变的。写到这里，我的脑海中几乎可以想见沃伦笑着对我说：“这就是为什么它们被称为原则的原因所在。”

过去10年向我们展示了一个基本真理，在这10年中，股市的趋势多次变化。我们见证了疯狂的泡沫令很多人致富，随后是市场巨幅陡峭、持续的大跌所带来的痛苦的熊市，直到2003年春天到达底部才开始回转。<sup>[1]</sup>

一路走来，巴菲特的投资原则从未改变，他目前仍然继续使用着本书中所展示的原则：

- 视买股票如同买整个企业的一部分；
- 构建一个专注的、不经常频繁交易的投资组合；
- 仅仅投资于那些你明白的企业；
- 在买入价格和公司长期价值之间，寻求一个安全边际。

伯克希尔-哈撒韦的股东们年复一年地有所收获，自2003年市场回暖以来，伯克希尔已经上升了2万美元/股，超过30%，大幅超越同期整个大势。

价值投资者的思想薪火相传，源自本杰明·格雷厄姆，传递到巴菲特和他同时代的人，再到下一代如罗伯特·哈格斯特朗。作为格雷厄姆最为著名的弟子，巴菲特经常建议投资者研读老师的名著《聪明的投资者》，我自己也经常做同样的推荐。

我想罗伯特的这本经典之作可能并不能让你即刻致富，但如果能懂得并有效实施其中的技能和原则，你会成为一个更好的投资者。

[1] 这里指的是2001年美国科技股崩盘。——译者注



## 推荐序三 巴菲特的思想与哲学

彼得·林奇

1994年10月

1989年年初一个周日的晚上，家里的电话铃响了，我11岁的二女儿安妮接起电话，她说是沃伦·巴菲特打来的。我心想这可能是个恶作剧。电话那头说：“我是沃伦·巴菲特，从奥马哈打来（好像我会将他与另一个沃伦·巴菲特搞混似的），我刚读完你的书，很喜欢，我打算在我们伯克希尔公司年报上引用一段你的句子。我一直想写本书，但计划一直没有实现。”他说话热情、语速飞快，大概15~20秒能说40个单词，伴随着笑声。我即刻同意了这个要求，我们大约聊了5~10分钟。末了，他说：“如果你来奥马哈市不到我这里来的话，你会在整个内布拉斯加州都名声扫地的。”

毋庸置疑，我可不想在内布拉斯加州名声扫地。6个月后，我去拜访了他。沃伦领着我参观了办公室的每个角落（这并不需要很长时间，因为整个办公室比半个网球场还小），总共只有11个员工，既没有计算机，也没有股票行情机。

一小时后，沃伦领我一起去了当地一家餐馆，牛排很不错，我还喝了樱桃可乐，这是我30年来的第一次。我们讨论了很多话题，包括童年、棒球、桥牌，以及曾经投资过的公司的故事。沃伦谈了许多伯克希尔（他从来不用伯克希尔-哈撒韦称呼他的公司）旗下的公司的运营情况。

为什么沃伦·巴菲特能成为有史以来最为优秀的投资家呢？他到底是个怎样的人、怎样的持股者、怎样的管理者、怎样的老板？伯克希尔-哈撒韦公司年报为何如此独一无二？他到底做了什么以及人们能从中学到什么？

为了试图回答这些问题，我直截了当地询问他，并重新阅读了过去五年的年报以及早期的报告（1971年、1972年这两年的报告短到仅有两页）。此外，我还与九位与沃伦交往多年的人进行了多角度访谈，包括杰克·伯恩、罗伯特·德纳姆、唐·基奥、卡罗尔·卢米斯、汤姆·墨菲、查理·芒格、卡尔·赖卡特、弗兰克·鲁尼、赛斯·斯科菲尔德，他们交往的时间从4年到超过30年不等。

就人品而言，反馈相当一致。首先，沃伦是个非常有内涵的人。他热爱事业，与人和睦相处，阅读无数的年报、季报和大量的报纸杂志。作为一个投资者，他具有自律、耐心、灵活、勇气、自信、决断的品质。他总在寻找风险可控的投资。此外，他精于概率，善于发现和创造机会。我相信这种能力源自简单数学计算的内在热爱、桥牌游戏的积极参与，以及在保险和再保险领域长期的高风险产品的承销经验。当向下损失的风险有限，而向上的收益可观时，他是乐意承受这样的风险的。他列出曾经的失败和错误，并愿意认错。他喜欢自嘲，但对于伙伴们却不吝赞美之词。

沃伦是个很好的企业学习者，能够快速、精确地分辨出一个公司的复杂关键所在。他能在两分钟内否决一项投资，也能在分析两天之内做出重大投资决策。他时刻准备着，正如他在公司年报中所言：“诺亚并不是等到下雨时才开始建造方舟。”

在投资购买一只股票或购买整个企业之后，他会成为啦啦队长。但作为一个管理者，他从来不主动打电话给公司CEO或部门的头头，他是一个好听众，喜欢听他们汇报公司事务，无论白天黑夜。他借用一个棒球界的比喻：“在伯克希尔，我们不会教一个优秀的投掷手如何挥动球棒。”

有两个例子可以说明沃伦愿意学习和改善自我：公开演讲和使用计算机。20世纪50年代，沃伦投资了100美元参加了戴尔·卡内基演讲课程，这个课程“并不能让我在演讲时膝盖不发抖，但能让我在膝盖发抖的情况下仍然能进行演讲。”在伯克希尔公司年会上，沃伦和芒格坐在主席台上，面对2000个股东<sup>[1]</sup>，没有现成的稿子，即席演讲和直接回答股东的各类问题，其精彩程度足以迷倒威尔·罗杰斯、本·格雷厄姆、所罗门王、菲利普·费雪、大卫·莱特曼、比利·克里斯提尔。

为了更好地玩桥牌，1994年年初，沃伦学会了如何使用计算机，这样他就可以通过网络与全美范围内其他地方的人玩牌了。也许在不久的将来，他会使用计算机搜集公司信息和数据用于投资研究。

沃伦不关心短期股市的走势如何，强调确定公司内在价值和一个公平安全的价格是投资的要素。在1988年、1989年他花了10亿美元投资于可口可乐，在此之前可口可乐的股价在6年里已经上升了5倍，在过去的60年上升了500倍。在可口可乐的案例里，他在三年里赚了4倍，并计划在未来的5年、10年、20年赚更多。1976年盖可保险公司从每股61美元跌到2美元，当大家都认为会跌到零时，他却大举买入。

普通投资者如何使用沃伦·巴菲特的方法呢？他从不投资于自己不懂的公司或能力圈之外的公司。随着时间的推移，所有的投资者通过参与或研究，都可以构建自己的能力圈。一个人的一生中并不需要做对很多次，巴菲特指出，在他已有的40年职业生涯中，12项投资决策带来的结果已经使他与众不同。

即便只集中持有少数公司股票，通过仔细、彻底地研究也可以减少风险。通常，伯克希尔75%的普通股投资集中于五只股票。在这本书中，一条被反复提及的投资原则就是，买入那些暂时遇到麻烦的优质公司，那些优秀的具有特许经营权的公司股市遇到危机时提供了诱人的价格。停止预测股市走向、经济状况、利率升降或选举结果，不要在以预测为生的人身上浪费金钱。研究公司基本面和财务状况，衡量公司未来的价值所在，买那些你感兴趣的企业。很多人投资就像整夜玩牌却从不看牌的人。

极少有人有胆量买跌到2美元的盖可保险，或陷入麻烦的富国银行、通用动力，因为那时很多见多识广的、富有经验的人都在说它们会陷入更大的麻烦。然而，沃伦·巴菲特买了大都会/ABC公司、吉列、《华盛顿邮报》、联合出版公司、房地美、可口可乐（这为伯克希尔带来了60亿美元的利润，或100亿美元股东资产中的60%）。这些反转向好的公司都拥有良好的盈利历史、占有主导地位的特许经营权。

除了公司股东之外，沃伦的公司年报也帮助大众成为更好的投资者。他的父母都出身报纸编辑，姑妈爱丽丝在一所公立学校任职超过30年。沃伦喜欢教育和写作，无论关于一般性企业投资，还是特殊性投资。在他21

岁的时候，曾在奥马哈的内布拉斯加大学义务教课。1955年，他在纽约的斯卡斯代尔高中教授股票市场的成人课程。在20世纪60年代末至70年代末，他用10年的时间在克瑞顿大学义务教课。1977年服务于小艾尔·索默领导的委员会，为证券交易委员会提供公司信息披露顾问服务。有了这样的经历，沃伦在1977年年底至1978年年初所写的伯克希尔1977年年报的篇幅有了巨幅增长，其形式越来越像他1956~1969年所撰写的合伙公司年报。

从20世纪80年代初开始，伯克希尔的年报开始向股东披露所持有公司的表现和新的投资项目，更新关于保险和再保险的信息。从1982年开始，年报开始写到并购其他企业的条件。年报中常常运用案例、比喻、故事对投资中应该做什么、不应该做什么进行生动的说明。

沃伦·巴菲特为公司未来的表现设定了一个很高的标准——长期而言，每年增加15%的内在价值。1956~1993年，这个纪录除了沃伦本人之外，几乎没有人做得到。他说由于公司的规模越来越大，这个标准越来越难以达到，但公司年复一年地积累更多的现金，为那些可能出现的机会。他的自信如同他在1993年年报第60页的最后所强调的：“伯克希尔自1967年之后就再也没有进行过现金分红。”

沃伦·巴菲特一直打算亲自写一本关于投资的书，希望这个计划有朝一日能实现。但在这之前，他的年报起到了这个作用，类似19世纪系列作家：埃德加·爱伦坡、威廉·麦思平、萨克雷、查尔斯·狄更斯。伯克希尔-哈撒韦公司1977~1993年的年报相当于他亲自著述的17个章节。现在，我们有了这本罗伯特·哈格斯特朗写的《巴菲特之道》，它描述了巴菲特的职业

生涯，例证了巴菲特的投资技巧与方法，以及在此过程中的重要人物。书中也揭示了那些巴菲特所做的重要投资决策，这些决策令其投资表现无可匹敌。这本书包含了一个成功投资家的思考与哲学，它提到的方法值得任何财务等级的人践行。

[1] 这是1994年左右的数字，2014年股东年会的规模已达4万人。——译者注

## 推荐序四 成为最好的自己

肯尼斯·费雪

2013年7月

有些出乎意料地收到这个邀请，让我为本书写些关于我父亲菲利普·费雪和沃伦·巴菲特的故事。稍有遗憾的是，仅仅在此之前三个月，我父亲刚以96岁高龄过世。如果他有幸活到今天亲自写这篇文章，那他一定会兴奋地跳起来，与大家分享在过去的数十年中，和这位世界上罕见的投资家相熟相知的过程。

父亲和巴菲特之间保持了长期友谊，发自内心地喜欢巴菲特，对于巴菲特能采用他的一些观点感到非常荣幸，并引以为豪。

借着写这篇文章的机缘，我回顾了过去点点滴滴的生活片段，并将它们连接起来，让我们有机会更清楚地看到我父亲和巴菲特先生的交往。对于《巴菲特之道》的读者们，我希望能够提供一些投资历史上重要片段的记录，谈一些个人的思考和看法，以及如何更好地使用这本优秀的书籍。

由于讨论巴菲特的成长、投资与思想是罗伯特·哈格斯特朗这本书的主题，我就不多谈了。众所周知，我父亲对巴菲特有着重要影响，正如本书中描述的那样，而近些年来，这种影响更加突出。当我父亲认识巴菲特时，巴菲特渐渐认识到质量在投资成功中的重要性，这使他有别于其他投



资管理者。

40年前，当巴菲特首次访问我父亲时，那时的信息工具以今天的眼光看相对原始，我父亲以自己的方式搜集信息，他花了数十年的时间渐渐构建了自己的朋友圈，与那些他尊重的，同时也了解他、懂得他喜恶的投资业内人士交流看法和观点。渐渐地，他觉得应该会见一些业内年轻人，如果印象不错，他会见第二次并建立友谊。但实际上，值得他见两次的机会不多。在他的心目中，如果你不能得最佳的“A”，你就是“F”——不及格，这是个非常高的标准！如果他不看好一个人，这个观点将很难改变，永远不会！一瞬间决定人生，因为时间是稀缺的。

巴菲特是年轻人中非常、非常少见的给我父亲留下极佳印象的人，以至于在初次见面后，他们又见了第二次，乃至后来的很多次。我父亲对人有着非同寻常的、精明的判断力，甚至可以说，他的事业生涯完全建立在对人的判断上。这是他最为擅长的优势之一，也是他为何在股票分析中强调企业管理层素质的原因之一。当年，他见第一面就给了年轻的巴菲特一个“A”，那时巴菲特还没有后来如日中天的名声和赞誉，他对这段历史总是引以为豪。

在巴菲特和我父亲的交往中，经常伴随着一些小小的插曲，我父亲常常将他称为“霍华德”（巴菲特父亲的名字）。在记述他们两人的报道中，这个小故事从来没有被谈起过。

我父亲身材不高，但内心丰富而强大。和蔼之外，他常感紧张、激

动，缺乏个人安全感。他的生活非常规律，每一天都按程序安排得井井有条，这样令他更有安全感。他喜欢睡觉，因为睡着了就不会紧张，也不会没有安全感了。当他睡不着时，他就玩儿些记忆游戏，而不是数羊。这也是一种睡眠游戏，他总是记忆国会议员的姓名以及来自哪个州，直到昏昏欲睡。

自1942年起，他的记忆游戏中出现了霍华德·巴菲特的名字，并与奥马哈联系在一起，一次又一次，一晚又一晚，这种重复超过10年的时间。早在他遇见巴菲特之前很久，他的脑海中已经将“奥马哈”、“巴菲特”、“霍华德”机械地连在一起。后来，巴菲特的投资事业蒸蒸日上，声名鹊起，但我父亲花了整整20年的时间才将“巴菲特”、“奥马哈”和“霍华德”之间的联系解开。因为我父亲喜欢巴菲特，并珍视他们的友谊，但他不由自主地经常随口叫错对方的名字，这令他很懊恼。实际上，我父亲完全清楚谁是沃伦·巴菲特，但在私下的场合，他经常说：“那个来自奥马哈的霍华德·巴菲特。”他越是说得多，越是难以将这个错误从他的字典中去除，这真是一个习惯性的烦恼。

一天早上，两人遇见，我父亲有意识地将“霍华德”改正为“沃伦”，但在谈话中，他还是搞错了。即便巴菲特注意到了，他也没有纠正。这样的事情在70年代时不时地会发生。但在80年代，我父亲终于完全纠正了这个错误，对此，他非常骄傲。多年之后，我问他是否向巴菲特解释过此事，他说没有，因为这太令人尴尬了。

他们之间的友谊关系有着坚实的基础，我认为原因之一是他们拥有共

同的理念——与诚信且有能力的人打交道。在巴菲特谈起如何管理伯克希尔旗下公司的执行层时说：“我们从不试图去教一个优秀的棒球手如何挥舞球棒。”这与菲利普·费雪的观点如出一辙，与最优秀的人打交道，不要干错事，不要试图教他们做什么。

多年以来，我父亲对巴菲特对于核心原则的坚持印象非常深刻。以每个十年计，巴菲特都在进行自我进化，没有人能从他的过去准确预测出他日后的所作所为，而他却能干得不错。在投资业界，大多数人会有一些特别的投资风格，而且从不改变，他们或是买低市盈率股票，或是买著名的科技公司，等等，坚持这样做之后，从不改变，或仅有些微的变化。巴菲特不一样，他不断探索新路径，年复一年，从未停止，以至于没人能准确预测他的下一步行动。从他最早的严格遵循深度价值的癖好，你不可能推断出他在70年代会转向思考特许经营权；从他之前的行动中，你也无法推断出他在80年代所表现出来的对于消费品的情，以至于愿意付出高于市场平均PE的价格。

很多人在自我进化的探索道路上失败了，但巴菲特没有失败，他的改变自我以适应新环境的能力，本身就是一本教科书。我父亲相信，这是因为巴菲特从没有迷失自我，他总是能坚守真实的自我。

我父亲非常喜爱英国诗人拉迪亚德·吉卜林那首著名的诗歌《如果》，将它放在他的桌上、床头柜上、书房里，总之放在那些触手可及的地方。他一遍又一遍地读它，并常常给我引用其中的诗句。我将这首诗放在我的办公桌上，就像我父亲没有离我远去。面对危机的世界却毫不畏惧，他会

用吉卜林的方式告诉你应认真对待工作和投资，但是不要过于紧张而畏惧；他会建议你考虑别人对你的批评，但不要将它们作为你命运的判决；他会鼓励你挑战自我，但是不要走极端，当你认为自己失败了，那就让自己再试一次。他总是鼓励你不断探索前行。

巴菲特在持续自我进化这一点上，尤其令我父亲欣赏，他从自己原有的价值观出发，持续不停地进化，不断向前，不受过去的规则、话语、惯例、荣耀的约束，打破条条框框。按照我父亲的想法，巴菲特是某种程度上吉卜林品质的永恒体现。

不幸的是，社会上总有极少部分——但绝对数并不少的人，他们是心胸狭隘、嫉人有笑人无的恶棍，他们无法创造自己的生活，相反，他们却喜欢抹黑他人，这些迷途的灵魂其目的就是制造痛苦，而不是创造收获。这种抹黑行为会发生在取得任何成就的任何人身上，但凡有机会，它们一定蜂拥而上。我父亲一直预料到这种事情会发生在包括他自己的身上，但对于他所欣赏的人，他希望这种事情不要发生，或者即便发生也不要长久挥之不去。如果这种抹黑不可避免地发生，他也希望那些他欣赏的人不要将这些批评或指控视为命运的判决。他总是以吉卜林的眼光看待世事。

经历过比大多数人更为长久的职业生涯，巴菲特始终洁身自好，几乎没有什么抹黑事件发生在他身上。对此吉卜林应该感到欣慰，我父亲也一样。这又重新回到巴菲特的核心价值——他总是准确地知道自己是谁，自己是什么样的人。他不会让破坏自己原则和令人不齿的利益冲突折磨自己。这才是你应该效仿的巴菲特的主要部分——知道自己是谁。

我写这篇推荐序的部分原因是想建议你如何使用本书，在我的职业生涯中，不断被问及，为什么我不像我的父亲那样？或者为什么不像巴菲特？答案很简单，我就是我，不是他们。我必须发挥自己的适当优势，我不像我父亲那样有识人方面的精明，也不具备巴菲特那样的天分。

有一点非常重要，不要试图通过这本书使自己像巴菲特，要通过它去学习巴菲特。你不可能成为巴菲特，如果你打算尝试，你将会备受痛苦。通过这本书去懂得巴菲特，将他的智慧融入自己的投资体系里，只有这样，你才有可能创造自己的成功。只有将书中的智慧贯彻到你自己的体系中，它们才是有用的，而不是削足适履，扭曲自己硬塞入别人的窠臼里。（一个扭曲的人一定是个糟糕的投资者，除非他天生扭曲。）总之，我保证无论你怎么阅读，或如何努力，你都不可能成为巴菲特，你必须成为你自己。

不要试图成为他人，成为最好的自己，永远不要停止前进。这是我从父亲那里学到的最伟大的课程，他在很多方面都是了不起的老师。你能从巴菲特那里学到的最伟大的东西是什么呢？去学习他，而不要像他。如果你是一个年轻的读者，最重要的投资课程是搞清楚真实的自己。如果你是个年长些的读者，最重要的课程是你实际上比你想象的要年轻得多，你应该充分利用这个难得的上天赐予，追求不断的前行。难道这不可能吗？你没有看到巴菲特即便在很多人退休的年龄，依然不断地自我进化吗？将巴菲特当作老师，而不是复制的对象，将这本书当作学习他的教材，这本书非常通俗易懂，你将可以从这本书中得到很多，为发展你自己的投资哲学奠

定基础。

## 推荐序五 投资是一项五环相扣的系统工程

上证巴菲特研究会常务理事 李剑

2014年9月

《巴菲特之道》一书问世已经20年了，现在由天南先生翻译的是原书第3版。该书第1版是第一本把巴菲特介绍到中国的书，我不禁产生了很多联想：20年来中国股市有了一些什么样的改变？

遍观市场，很多事实表明，20年来，巴菲特思想在中国股市的影响还很有限。看来，普及巴菲特的思想任重而道远！也许，这就是天南先生和机械工业出版社华章公司翻译出版《巴菲特之道》第3版以继续指引道路的重要性所在。

我很想以自己的亲身体会和实践，以自己的语言概括，谈谈巴菲特的道路是条什么样的道路，特别是，他的投资策略是种什么样的策略。根据我对中国价值投资界的了解，如何完整、准确地理解巴菲特的伟大思想并在实践中加以运用，依然是至关重要的课题。

我认为，巴菲特的投资思想和投资策略，实际上是一项五环相扣的系统工程。这项严密的系统工程也可简称为投资的“十七字方针”。组成这项系统工程的五个环节是：好行业、好企业、好价格、长期持有、适当分散。正如奥运五环一样，缺少任何一环都会在投资上或早或晚出大的问题。



**好行业**。好行业首先是自己能理解的行业（这是他不太喜欢投资高科技行业的著名理由）；其次是产业吸引力高、稳定性强的行业，比如有差异化而不是同质化、资本性投资需求小、负债少而增长稳定。他很少提“朝阳行业”这个词，而且对银行保险投行等高负债行业有些偏爱。

有些行业如白酒、医药、网络牛股成群，有些行业如化工、公用事业则牛股稀少；有些行业如食品、饮料盈利持续稳定，不断创出新高，有些行业如远洋航运、有色金属盈利大起大落，经常回到原点；有些行业如IT、电子竞争极其激烈，让龙头企业频繁更迭，有些行业如银行卡组织门槛很高，先入为主让龙头企业持续不变……行业特点决定了投资回报。所以钱怕投错行。行业选择列在第一位。

**好企业**。好企业首先是指有长期竞争力，即有持续竞争优势的企业。这一条他老人家的论述实在太多、太精辟。投资者的争议也比较少。经济护城河或经济城堡理论、消费独占概念和消费垄断型企业理论、商誉的论述、低成本结构的企业、简单的企业、能干并以股东利益为先的管理层等。在定量上，他还提出了好企业的盈利能力指标，应该在财务杠杆不太大和没有重大资产变动的情况下，净资产收益率长期保持在15%以上。这一条在读年报选股中特别方便而有效。

**好价格**。好价格在巴菲特这里没有好企业那么重要，所以排在第三位，但绝不是可有可无的，这也是他与恩师格雷厄姆的不同。认为只要是优秀企业什么价格都可以买进的投资者是大错特错的。好企业加上好价格才能成为好股票。在这个环节巴菲特最有代表性的论述是“在别人贪婪时恐

惧，在别人恐惧时贪婪”；最有代表性的实践是每次金融危机时或突发性利空事件发生时的大手笔买进。

**长期持有。**在长期持有这个问题上，巴菲特的名言是：“如果你不想持有一只股票10年，那你就不要持有它一分钟”，以及“我们喜欢持有的时间是永远”。长期投资被很多投资者认为是巴菲特投资策略中最为迷人的一部分，这也许是这个世界短线投机客太多的缘故。但我觉得更重要的是两个问题，一个也是能力圈问题，巴菲特说，“我不认为包括我自身在内有谁能成功地预测股市短期的波动”，而大多数股民却高估了自己的认知水平；二是这个策略也必须建立在前三者，即好行业、好企业、好价格的基础之上。因为巴菲特还有一句名言：“时间是优秀企业的朋友，是劣质企业的敌人”。千万不要以为什么行业、什么企业、什么价格都值得长期持有。

**适当分散。**巴菲特强调集中投资，我对巴菲特的这一策略的表述是适当分散。因为适当分散和适当集中是一个意思，但却不容易让投资者过于激进。尽管巴菲特嘲笑一些基金经理人常常买进几百只股票的做法，说过“我们喜欢把鸡蛋放在一个篮子里，然后小心地看好它”，但巴菲特在实践中除了小时候买的第一只股票外，从来没有在资产管理中只买一个行业或一只股票。显然，过于集中就是孤注一掷。由于中国的价值投资者有不少人片面理解巴菲特的集中投资，经常犯下只买一个行业甚至一只股票，而在看走眼的情况下大输特输的错误，所以我把集中投资表述为适当分散。

对这个环节的简单表述是，投资的风险有两种，一种是系统性风险，

一种是个股风险。个股风险包括无法预料和抵御的地震等自然灾害风险。如果你的投资是一个好几个行业的组合，从概率上来说，你的风险就下降了一半，只剩下了系统性风险。后面的问题只是组合的数量要合适，不要太过分散，而且要个个优秀，像一支全攻全守的足球队那样是最佳选择。在定量上，巴菲特显然是反对40只以上的股票的。他开玩笑说：“如果你有40个老婆，你就不可能对她们的每一个都有所了解。”

另外，在逻辑上，这个环节显然也是建立在前面四个环节的基础之上，否则集中投资风险更大。

愿中国的价值投资者在巴菲特指引的道路上走得更好、更远、更稳当。

## 推荐序六 重读经典

著名价值投资人 一只花蛤 姚斌

2015年1月

当天南先生翻译《巴菲特之道》之时，伯克希尔的股票价格正上破20万美元。50年前，巴菲特收购伯克希尔时，股价仅为8美元。从8美元到20万美元，历时50年，复合增长率22.45%，而巴菲特的身价也飙升至630亿美元以上。这些足以使之傲睨天下的奇迹背后到底有什么秘诀？罗伯特·哈格斯特朗的这本书将会告诉我们其中的奥秘。

这就是“秘密流传了50年”的投资原则：把股票当作生意的一部分、正确对待市场波动和安全边际。这些原则看似简单，但要做到其中的任何一点都非易事。由于“人性”的作用，绝大多数投资者通常会在接近股市高点时买入，然后在接近低点时卖出，其现金流动随着股市表现波动而呈现的敏感变化，反而让他们无法获得高收益。因此，他们的收益增长趋势往往呈间歇性，或在一个时段暴利或在一个时段亏损，缺乏盈利的连续性。股票市场就是一个巨大的干扰器，它把投资者的注意力吸引到那些转瞬即逝、起伏不定的投资预期上。

而巴菲特购买股票的基础则是，在假设次日关闭股市或在5年之内不重新开放的情况下，其背后就是“把股票当作生意的一部分”，关注真正有价值的东西——投资回报只源于公司经营收益的长期积累。

“把股票当作生意的一部分”是一个非常重要的概念。因为是“做生意”，就要选择“好生意”。好生意通常很少，一年做不了几次。既然想做好生意，就要选择好公司。选择了好公司，就必须等待好价格，于是我们就可能成为精明的“商人”。既然是精明的“商人”，就必须知道公司做的是什  
么生意，这种生意是否看得懂，能否理解。此外，还必须了解这家公司的财务报表，是否高负债，现金流是否充沛，毛利率是多少，净利润率是多少，净资产收益率是多少，等等。同时，还必须了解公司产品的前景、市场状况、其竞争对手如何。最后，还必须知道这家公司的管理团队是否诚信经营。只要其公司健康发展，就买进并拥有这家公司，分享公司的经营成果。

如果一家公司没有上市，因为每天没有即时价格，或许投资者还能长久持有下去。然而一旦上市，情况就完全被改变了。因为是上市公司，所以每天每时每刻都会有报价。从投资回报的角度看，出价过高，其收益也一定很低，反之亦然。市场有时报价会很高，有时报价会很低。报价高时往往群情激昂，报价低时往往悲观绝望。本杰明·格雷厄姆将这种情形生动地比喻为“市场先生”。市场先生癫狂的时候，某一股票会报出高价；抑郁的时候，又会报出低价。

“有效市场”理论认为，股价可以在短期内全面而准确地反映公司的信息和基本面，因此没有人能够战胜市场。但是仅仅几个月，股价既能够上150元，也能够下19元，不知道反映出什么样的基本面。如果我们不能抵抗诱惑，在公众情绪高涨时买进，并且还相信“合理”的鬼话，未来将是痛苦

的。

一个理性投资者不应当被市场先生左右，而是应当充分利用其愚蠢为自己服务。在他提供极其便宜的股价时，若是买进，那可能是十分合算的，于是我们就拥有了安全边际来保护自己。如此，才有可能让自己的“生意”得以持续。

“买一只股票就意味着投资于一家企业，而你就相当于是这家企业长期的伙伴，而且你投资的企业应该在其领域具有优势，从而能够保证企业在一定时期内维持较好的利润。”巴菲特如是说。短期来看，可能有些人比你赚的钱要多，但是只要你不赔钱，你的回报是持续且合理的，“雪球”才可能越滚越大。

纵观巴菲特的人生，其实就是一个“滚雪球”的过程。他总是善于找到一个合适的地方，让自己的雪球能够越滚越大。比如，在可口可乐上滚出了100多亿，在中国石油上滚出了30多亿。这就是“沃伦·巴菲特之道”。

许多年前，我就阅读过《巴菲特之道》早期的版本，这本书使得我从此没有继续在黑暗中摸索。但是我却不知道，原来这本1993年出版的书，每十年就修订一次。天南先生翻译的就是最新的原书第3版，增添了很多新内容，使得我们有机会又可以重温这部重要的经典之作。

## 推荐序七 做一个高明的投资者

实力资产CEO、中道巴菲特俱乐部主席 陈理

2014年12月

1995年通过孙涤教授在《上海证券报》专栏接触到巴菲特思想之后，我一直寻找、收集与巴菲特相关的资料。与《巴菲特之道》这本书的缘分始于1997年，18年后的今天，再读天南兄翻译的《巴菲特之道》（原书第3版），愈加强烈地体会到，投资绝非一劳永逸、一成不变的教条，巴菲特之路就是持续进化、持续提升投资境界之路。

### 巴菲特投资的三个阶段和三重境界

回顾巴菲特走过的路，在其进化和境界提升的过程中经历了四个重大转变：

- （1）从廉价股投资到高品质企业投资的风格转变。
- （2）从证券投资到企业购并和证券投资双管齐下的业务转变。
- （3）从资金需求者到资金提供者的角色转变。特别是2008年金融危机，巴菲特扮演拯救者的角色，向高盛等提供资金支持。
- （4）从建立自我到追求无我的境界转变。标志性事件是2006年巴菲特



捐出了自己财富的85%回馈社会。

我曾在7年前撰文总结了巴菲特投资思想进化的三个阶段。第一阶段（早期）：1949~1971年（19~41岁）。第二阶段（中期）：1972~1989（42~59岁）。第三阶段（后期）：1990至今（60岁以来）。

对应这三个阶段，巴菲特的投资呈现三重境界：

第一重：聪明投资的境界。主要表现在：①符合价值投资的三大基本原则，是一名纯粹的（价值）投资者，完成弃投机化的进程；②聪明地利用市场先生的错误，用极低的价格买到便宜货，价值回归以赚取价差；③聪明地利用相关证券确定的价格背离，进行套利、对冲、调换；④聪明地利用股价的严重低估和长期低迷控制企业，影响其经营管理决策。

第二重：精明投资的境界。主要表现在：在符合价值投资三大基本原则的基础上：①注重企业品质；②立足分享高品质企业的商业模式；③同时多策略、精明地捕捉市场错误带来的极低估和套利等机会。

第三重：高明投资的境界。主要表现在：①自知之明，投资方式与性格偏好和生活方式高度吻合；②无为而治，不战而胜，战之大胜：立足分享伟大企业的商业模式，让钱为你工作，管道的思维，无为而无不为；③灵活适应，投资方式与商业模式完美融合。巴菲特和李嘉诚殊途同归，晚年都投资消耗大量资本、回报合理、确定的非管制公用事业，就是因为灵活适应其规模巨大、浮存金较多的实际情况；④持续进化，能力圈持续扩大，思想更加开放，技术更加全面；⑤极高的商业洞察力，对商业模式有

极高的领悟能力和风险嗅觉，如护城河理论的提出、三类业务的划分等。

## 如何做一个高明的投资者

第一，要正确区分投资与投机。选择极其重要。当初巴菲特19岁那年读了格雷厄姆的《聪明的投资者》，放弃技术分析投机之路，选择了（价值）投资的道路。所以从某种角度讲，选择的力量是世界上最伟大的力量。

第二，了解自己的天性。正如芒格在谈到如何成为伟大投资者时指出的：“每个人都必须在考虑自己的边际效用和心理承受能力后，才能开始加入游戏。你必须将自己的天性和天分融入自己的投资策略中。”

第三，持续学习。像巴菲特、芒格那样，成为一台持续学习的机器。芒格说得好：“如果你不学习，这个世界将从你身边呼啸而去！”

第四，持续实践。要在持续学习的基础上持续实践，最终形成自己的投资风格。

第五，持续专注。正如巴菲特所言：“高强度的工作是卓越的代价，要变富，要成为行业里面的第一名，必须持续专注才能完成。”

第六，特别强调，要进入巴菲特投资进化的三重境界，必须先成为一个纯粹的投资者。投资的首要问题是正确区分投资和投机，投资有投资的境界，投机有投机的境界（投机也可以区分为理性投机和非理性投机），

二者都有高低之分。对二者的区别模糊不清，或将二者结合起来，都是十分有害的。

芒格说，所有智慧的投资都是价值投资。巴菲特则说：“如果不是价值投资，难道要进行无价值投资吗？”

巴菲特的三部曲（巴菲特投资思想进化的“三个阶段”、“三重境界”）和“四转变”造就了巴菲特滚雪球的一生。贯穿的主线是：实力，持续学习进化提升软实力（智慧和境界），通过提升软实力壮大硬实力（财富和影响力）。实力强大后像太阳一样，普照大地，回报社会，实现对人类的终极关怀。

## 推荐序八 远离喧嚣

著名价值投资人 杨宝忠

2014年10月

《巴菲特之道》（原书第3版）的出版使我既兴奋又感慨万千。我曾经在股市里一败涂地，感叹这样大的股票市场竟没有我立足之地。正是这本书让我走上了一条价值投资的道路，使我的命运发生了彻底的转变。

在北京电视台2010年度“最佳研究员”人物颁奖典礼上，我喊出了埋藏在心底已久的一句话：“是巴菲特的伟大思想和智慧挽救了我。”回顾这段历史，我的心情总是久久不能平静。

1993年我盲目进入股票市场，痴迷技术分析，三年时间亏损得一塌糊涂，就像生活在地狱里一样。1996年在我感到彻底绝望的时候，巴菲特思想开始传入中国。1996年1月24日由美籍华人孙涤教授撰写的《证券投资巨擘——华伦·布费》<sup>[1]</sup>一文发表在《上海证券报》上，这是大陆第一篇介绍巴菲特的文章，那时巴菲特的名字对中国投资者来说还十分陌生。这篇文章让我经历了一次顿悟，从此开始如饥似渴地收集一切有关巴菲特的信息。

1996年9月偶然得到一本介绍巴菲特的书《胜券在握》（就是《巴菲特之道》原书第1版），由台湾远流公司在1996年5月1日出版。

《巴菲特之道》是近20年来我阅读最多、收获最多、笔记最多、感悟最多、向股友推荐最多的一本研究巴菲特最好的书。它见证了我近20年来学习、研究、实践、宣讲巴菲特价值投资理论所走过的道路。

至今我还清晰地记得当年读这本书时的情景，书的作者在序中写到：“作为一个90年代的年轻专业人员，当时我满脑子只想要赶上瞬息万变的股票市场，巴菲特理性的声音在喧闹嘈杂、甚嚣尘上的市场中仿佛一股清流。就是他那种平静的影响力激励我写这本书。”

是啊，深陷股市赌博陷阱的人们，经受着股市太多的刺激，终日心神不宁。在恐惧与贪婪两种情绪的反复作用下，不断地追涨杀跌，在精神备受折磨的同时，财富亏损变得越发严重。只有经历过的人们才知道那是怎样一种痛苦的滋味！巴菲特理性的声音让我在茫茫黑夜中看到了远处的光明，我带着求救的渴望贪婪地在书中寻找着通往成功的正确道路。

书中讲到：“巴菲特认为，他所做的一切，不超出任何人的能力。”但是，好思想只会帮助那些乐于帮助自己的人，一个人的转变首先取决于他的内心。多年以来，我逐渐认识到无论一个人对巴菲特投资理论理解得有多全面，如果做不到远离股市，无法有效控制自己的情绪，就无法从投资过程中获利。我是如何做到远离股市的呢？

为了躲避股市的诱惑，我特意安排了一个独处的书房。每当静静地坐在书房里研读巴菲特写的文章时，他理性的声音就像是一种镇静剂，使我狂躁的心平静下来。这一学习过程给我带来了意想不到的巨大的精神享

受，使我明白了人生真正的幸福，不是来自奢华的物质享受，而是来自对某种兴趣的追逐，来自做自己喜欢做的事情的过程之中。我渐渐发现研究股票投资，研究巴菲特的思想与智慧，已经成为生活中最快乐的事情。逐渐变成了一种兴趣。在兴趣的推动下，我逐渐养成了远离股市的习惯。

2003年的一天，我一边阅读着《巴菲特之道》这本书，一边抄写着巴菲特投资名言：“股市预测专家存在的唯一价值，是使算命先生更有面子而已。”一边听着《翻身农奴把歌唱》。我突然感到无比激动，我抑制不住内心的激动与感慨，给许多朋友发了一条短信。在2010年北京电视台录制的10集《走进大师巴菲特》节目中我与大家分享了当时的感受。

“生活真是太美好了，今天上午我一边抄写巴菲特的智慧名言，一边听一首20年前听过的歌曲。我感谢作曲家、歌唱家，感谢巴菲特，感谢一切对我有益的人。我度过了一个美好的上午。生活中有那么多美好的东西，如果不去享受的话，真是太可惜了。它们没有一样需要很多的钱。”

几本书、几盆花、两个喇叭，一个安静的环境，就能给人带来这样巨大的精神享受，真是太不可思议了。在远离股市静心研究巴菲特思想的过程中，《巴菲特之道》这本书一直伴随在我的身边，巴菲特成为了我心目中的英雄，是英雄的力量把我从股市的赌博陷阱中解救出来，过上了一个正常人的生活。

人们一定会说做到远离股市，不看实时行情太难了，怎么做得到呢？我的经验是借助习惯的力量每个人都能做到。巴菲特也说：“是习惯的力量

让我完成了巨大财富的积累”。

《巴菲特之道》一书，是学习研究巴菲特价值投资理论难得的一本好书，只要静下心来反复阅读，收获会大大超出你的想象。真诚希望巴菲特的思想和智慧能够惠及越来越多的投资者，希望越来越多的股民朋友走上价值投资的道路，成为股票市场长久的赢家。

[1] 华伦·布费即沃伦·巴菲特。——译者注



## 推荐序九 值得反复翻阅的投资经典

北京格雷资产管理中心总经理 张可兴

2014年8月

翻开我的人生经历，可以说有着巨大的转变，从一个过去视股票为赌博的企业界人士，突然有一天彻彻底底地将股票视为最爱，最后竟然把投资作为一生的事业，连我自己当初也无法想象。

从学校毕业后，我的第一份工作是开办了一家连锁教育机构，之后利用赚到的钱开始投资互联网，互联网的投资碰壁让我接触到了风险投资行业，进而决定做了投资，而且是股票投资。而当我看到巴菲特的那句“买股票就是买企业的股权”后，我心里其实已经暗下决心，将投资作为我终身的事业。我要非常感谢他，因为巴菲特的投资哲学让我少走了很多弯路。

当我2007年进入投资行业后，我也像早期的巴菲特那样，将书店、图书馆所有与巴菲特有关的书几乎看了个遍，而这里面印象深刻的就有一本叫作《巴菲特之路》的书，也就是天南先生翻译的这本《巴菲特之道》（原书第3版）的前身。

这本书的作者对于巴菲特投资思想有着准确和深入的了解，远超其他关于巴菲特投资思想的书籍。所以，这本书我看了不止一遍，在碰到投资疑惑的时候，翻翻书中的投资案例，也会让自己近距离地了解巴菲特每一

次重大投资决策思考的全过程，受益匪浅。

国内投资市场中，无论是职业投资者，还是业余投资者，虽然无人不知巴菲特，但是大多数理解得并不准确（当然可能也包括我本人），很多人认为巴菲特的投资思想不适用于中国股市投资。我自己从事企业经营多年，可以确信的是，只要你认为买股票就是在买企业的股权的话，那么你就应该明白，股票投资与企业是否上市没有太大的关系，上市只是方便了股权的交易而已。所以，投资的本质就像巴菲特所说的，买股票就是买企业的一部分或全部，买的时候先不要考虑卖掉，而是想着要拥有这个企业至少10年甚至20年，除非出现非常离谱的价格，否则最好是一直拥有。

另一方面，我认为，巴菲特的投资思想实际上可以存在于任何国度、任何股票交易市场，甚至是只要有商业企业组织的其他星球，而且亘古不变。相反，投资界很多其他风格的大师，比如擅长交易的、擅长做空的、擅长烟蒂股的，他们的方法很可能会因为投资市场、投资主体、投资时代的变化和差异而有很大的不同，而且会导致投资胜算的确定性不高。

做企业（股票）投资至今已经10多年，对于投资的理解也经历了坚持、迷惑、再坚定的过程，我想每一个职业投资者从坚持到迷惑的过程，都是一个系统性地学习、消化和进步的过程。巴菲特的投资思想很简单易懂，但是要做到正确实践肯定没那么容易，如果达到能够熟练运用并少犯大错的程度，那需要不断地训练和学习。

我一开始涉入股票投资时，似乎对于巴菲特的思想也十分明白，感觉

什么都懂了，什么商业模式、护城河、能力圈、现金流折现等手到擒来，但是随着投资工作的不断进展和多次训练，会发现原来什么都懂好像又什么都不懂了，很多疑惑涌上心头：选择企业的指标哪一个更重要呢？哪个指标可以打点折、哪个指标一点都不能含糊呢？为什么自己选的这么优秀的企业股价就是常年不涨？面对如此多的迷惑、挫折和不解的时候，很多业内投资者觉得巴菲特的方法很困难，需要非常高超的商业眼光和判断力，所以不是一般的投资者可以做到的，而格雷厄姆、施洛斯的方法可能更加像用概率赚钱的方法。

中国很多学习巴菲特的价值投资者，由于业绩糟糕备受指责，也有很多投资者认为自己无法做到如巴菲特一样的选股，所以转而追随其他风格。

对于投资方法的选择，我的理解是，买股票就是买企业，而买企业就是买一项资产的未来盈利能力，或者说是买企业未来现金流的折现。我坚信这才是投资的本质。无论选择哪一条路，实际上都可能到达罗马，关键是你是否确定自己在正确的道路上，而且能否坚持不懈。

很多投资者羡慕每年一次的巴菲特天价午餐，希望亲身聆听股神的教诲，解决投资之路上的问题和疑惑。很多人不理解为何巴菲特的一顿饭值那么多钱，我觉得，巴菲特午餐的价值远高于那顿午餐的拍卖价，最终你可能获得千百倍的受益。不过，如果读者朋友能够仔细阅读手中的这本书，深刻体会本书作者的总结并指导实战，我想其价值不亚于巴菲特的午餐。

## 前言

1984年6月，我在马里兰州的巴尔的摩市参加了美盛公司一个培训活动。两周的时间里，我学习了投资、市场分析、法规和销售技巧。我期盼着我的股票经纪人职业生涯尽快上路，但我犯了一个可怕的错误。

美盛是个价值商店，它的培训活动强调经典的价值投资，包括本杰明·格雷厄姆和大卫·多德的《证券分析》，以及格雷厄姆的《聪明的投资者》。每天，公司的老员工都过来分享他们对于股市的洞见，手把手地教我们看《价值线》期刊中他们心仪的股票。每个公司都有一个共同点：低市盈率、低市净率、高分红。更常见的是，这些股票都不是市场追捧的热点，并长期受到市场冷落。一次又一次，我们被告诫必须避开热门的高增长股票，相反，要专注于那些备受冷落的股票，它们的风险收益比会更佳。

我明白价值投资的路径逻辑，数学不难。《价值线》给我们提供了每家公司过去20年的资产负债表、利润表，通过这些图表，你会看到股价走势图常常与年度的运营结果有关。但无论我看这些图表多少遍，总是觉得缺少了些什么。

一个周四的下午，在我们的培训课即将下课时，老师递给我一册伯克希尔-哈撒韦公司1983年的年报，我从来没有听说过这家公司，写作者是沃伦·巴菲特，我也从未听说过这个人。老师让大家阅读其中董事长致辞部

分，并为第二天的讨论做好准备。

回到酒店房间的晚上，我迅速浏览了伯克希尔的年报，并有点失望地注意到整本年报中没有照片和图表，光是董事长致辞就占了几乎20页之长。喘了口气，我坐定后阅读起来。接下来发生的事情用语言难以形容，一夜之间，我的整个投资观被颠覆了。

过去的两周，我从数字、比率、公式开始，现在我读到的是企业和运作企业的人。巴菲特引导我知道了80岁的罗斯·布朗金夫人<sup>[1]</sup>，一位俄国移民，她创办的内布拉斯加家具城每年销售额超过1亿美元。我认识了《水牛城新闻报》的出版人斯坦·利普西、喜诗糖果的查克·哈金斯，学到了运营报纸的经济知识和糖果行业的竞争优势所在。

接着，巴菲特讨论了保险事业的运营情况，包括国民赔偿保险公司和他持有1/3股权的盖可保险。但他并不是泛泛而谈那些数字，他教我理解保险业的细微之处，包括每年承销保费、损失拨备、综合比率，以及各种财务安排的税务优势。更令人印象深刻的是，巴菲特还给股东上了非常通俗易懂的一课：“神奇的商誉，它令一家公司的内在价值有可能超越其账面价值。”

第二天，我再次出现在培训课上，像是换了一个人。《价值线》提供的各种图表、线条依然，但在我看来它们突然长出了肌肉、皮肤，活灵活现起来，不再仅仅是枯燥的数字，我开始思考这些企业、运作管理企业的人们，以及填满那些财务报表中数字的产品和服务。

在接下来的日子里，我充满了目标感。毫无疑问，我心中知道了我要做什么。我会将我客户的资金投资于伯克希尔和它所投资的公司。巴菲特每做一个投资，我都将跟随。他每买一只股票，我都会致电该公司索取年报并仔细阅读，探索他看到了什么以及他可能错过了什么。在互联网时代到来之前，你可以支付25美元向证券交易委员会索取任何上市公司的年报，我要来了所有伯克希尔投资的上市公司年报。此外，我搜集所有有关巴菲特的报纸和杂志，阅读并存档。我就像一个小孩追星一样。

几年后，卡罗尔·卢米斯在《财富》杂志写了篇题为“巴菲特的幕后故事”的文章（1998年4月11日）。该杂志的主编马歇尔·勒布认为是时候写一部巴菲特的传记了，他知道卡罗尔是个优秀的作家。在那之前，阅读公司年报和参加奥马哈股东年会是打探巴菲特信息的唯一途径。当人们注意到卡罗尔也帮助巴菲特编辑制作年报时，你知道她肯定会了解一些不为人知的内幕。我赶紧去报摊上抢到了最后一本杂志。

卡罗尔说，她打算写一个不同的故事，强调巴菲特不仅仅是个投资家，还是个与众不同的企业家。她没有让人失望，在这篇70000字的文章里，它忠实地描述了奥马哈先知更为亲切真实的一面。卡罗尔知悉很多内情，但其中的三句尤其令我震撼。

“我们所做的没有超越任何人的能力范围。”巴菲特说，“我做投资与做管理没什么两样。没有必要去做非同寻常的事以追求非同寻常的结果。”

我想读到这些的人一定佩服巴菲特的这种来自中西部的谦虚，他不是

一个吹牛的人，也不希望误导他人。我相信如果不是他相信这些论点，他是不会做出这样的论断的。而且，如果这是真实的，我相信如此，这意味着有可能揭示一张藏宝图，上载着巴菲特投资的指导原则和选股的特殊技能。这便是我写这本《巴菲特之道》的动机所在。

阅读伯克希尔公司过去20年的年报，以及每个他所投资的公司年报，和所有有关巴菲特的文章报道，我渐渐懂得了他对于普通股投资的思考。其中，最为重要的一点是知识，无论是投资普通股还是整个企业，每次交易他都走过同样的路径。无论他买公众公司还是私人公司，他都走同样的流程，不多不少。他总会考虑企业、什么人运营企业、企业的财务状况、企业的价值，并逐一将这些与自己心中的标尺准则进行对比。

我将这些准则分为四大类别：企业准则、管理准则、财务准则和市场准则。《巴菲特之道》这本书将以巴菲特公司所购买的企业为例，逐一剖析它们是否与巴菲特所言一致，这些伯克希尔公司的投资案例中所蕴含的思想和策略，哪些对于投资者有价值。这将是一个彻底的测试。我相信，最终我们会成功。

在写本书第1版之前，我从未见过巴菲特本人，在写作过程中，也没有咨询过他。直接的咨询固然可以得到额外的益处，但能从他大量广泛的谈及投资的写作中得到真谛，我已经足够幸运了。这本书中，我引用了大量的伯克希尔年报中的原文，特别是董事长致辞部分。巴菲特授权我，在他审阅的情况下使用其版权。当然，这授权并不意味着他合作了本书，或者他告诉了我其他人还不知道的秘密或策略。几乎所有巴菲特的行为都是公



开的，只是人们有没有留心而已。

在写作本书的过程中，我主要的挑战是证明或反证巴菲特的表述——“我所做的事情，大家都能做到。”有些批评者争辩说，尽管他很成功，但沃伦·巴菲特的特质使得其他人无法采用他的方法。我不同意。我想说的是，巴菲特的特质确实是他成功的构成因素，但一旦懂得他的方法论，无论是个人还是机构投资者均一样可以应用。这本书就是帮助投资者运用那些我相信使得巴菲特成功的策略，这就是本书的目的。

多年以来，我们都会收到怀疑论者的观点，他们说只是读一本关于沃伦·巴菲特的书无法让你取得像他一样的投资业绩。我想说的是：第一，我从未暗示，通过读一本书，一个投资者就会像巴菲特一样成功。第二，为什么会有人这么想？这就像即使你买了一本《如何像老虎伍兹一样打高尔夫》的书，你也不可能成为像他一样的超级成功的高尔夫球明星。阅读是因为你相信书中或有一些有用的东西能帮你在自己的道路上有所改进，这个道理同样适用于《巴菲特之道》这本书。如果你能从中学到一些东西，有益于你的投资，这本书就是成功的。想想大多数人在市场上的糟糕表现，取得一些改进应该不难实现。

巴菲特和他的智慧搭档、副董事长查理·芒格曾经被问及他们两个教育下一代投资者的可能性。当然，这正是他们在过去40年中所做的，伯克希尔的年报以其清晰、高超的教育价值闻名，任何有幸参与过伯克希尔年会的人都能感知其光芒。

获得知识是一个过程。在巴菲特的成长过程中，他吸收了本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪的智慧，他还从他的搭档查理·芒格那里学到很多企业知识。这些经验知识的学习塑造了巴菲特的投资风格，反之，他愿意与那些拥有创新、活力和开放的心胸、愿意自助的人们分享。

在1995年伯克希尔的年会上，芒格说：“让一些人放弃学习是很难的。”巴菲特接着说：“当人们能从中获益时，让他们放弃学习是很难的。”然后，他用了一种相反的声调继续：“但是有一种巨大的障碍阻止人们去思考或改变，引用波特兰·罗素（英国哲学家）的话：‘很多人宁可死也不愿思考。’在金融的范畴里，他说的也非常对。”

距离我写作《巴菲特之道》第1版已经过去20年了，股市上的噪声仍然在继续。当你以为噪声不会再大时，它们却变得更加刺耳。电视评论员、财经作家、分析师、市场策略师一个比一个能侃，竞相抢夺人们的眼球。互联网是一个信息奇迹，大家都认同，它给每个人都提供了免费的方式——应该说是免费的平台——去接触财经信息，其结果是，我们都置身于信息泛滥的海洋里。

然而，尽管信息泛滥，投资者赚钱依旧困难，捉襟见肘的事情时有发生。小事件会令股价火箭般蹿升，然后铅坠般迅速下落。那些为了下一代教育或退休而投资的人常常陷入迷惘，他们既无法踏对节奏，也无法预测市场，有的仅仅是受愚弄。

在一个投机胜于投资的疯狂市场中，沃伦·巴菲特的智慧和建议一次又

一次地被证明是数以百万计投资者的安全港湾。有时，错位的投资者会大喊：“这次不一样！”有时，他们能押对宝，政策放出惊喜、经济会有反应、股市有些回响，当有些公司衰退的时候，有新公司诞生，世界在进化、成熟，变化是永恒的，但这本书中提到的投资原则却始终坚如磐石，如同巴菲特曾说过的：“这就是为何原则被称为原则的原因。”

在1996年的年报中，有一段简洁有力的内容：“作为一个投资者，你的目标仅仅是以理性的价格，购买一家容易理解的企业的一部分，这家企业的收益增长具有很高的确定性，5年、10年、20年。最终，你会发现，能符合这些标准的公司少之又少，所以，一旦发现，你应该大量买入。”

无论你投资的资金量是多少，喜欢什么样的企业，你会发现这才是真正的试金石。

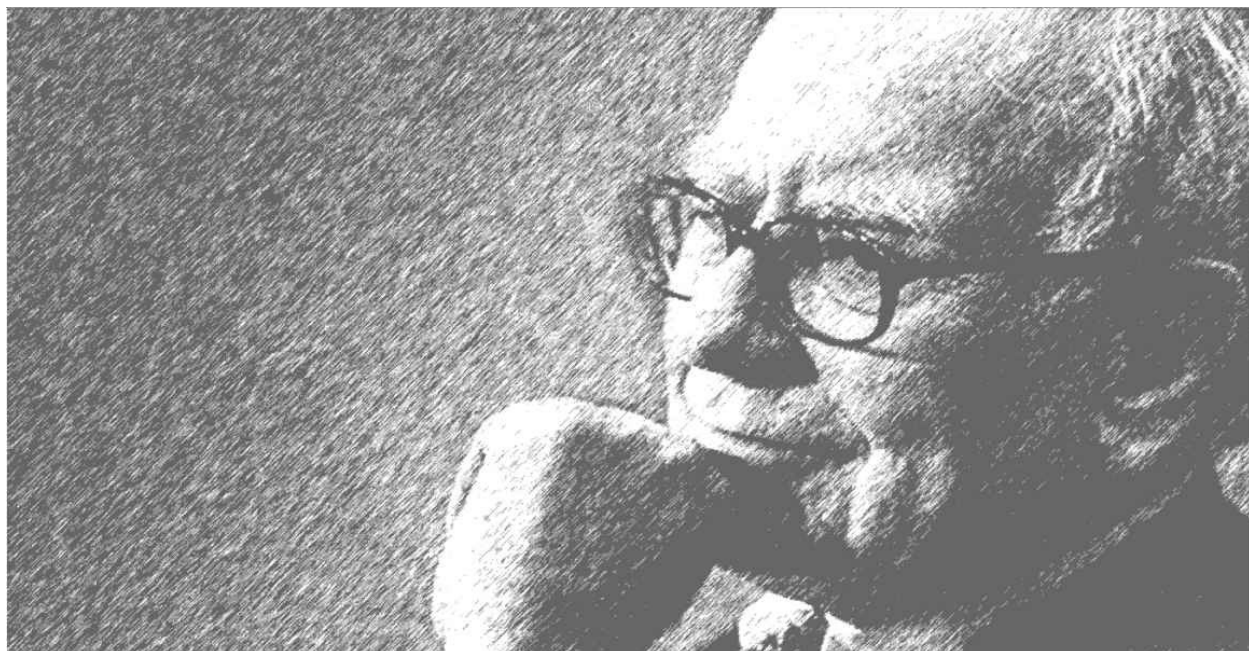
罗伯特·哈格斯特朗

宾夕法尼亚州维拉诺瓦

2013年10月

[1] 罗斯·布朗金是一位传奇女性，人称B夫人，她创办的内布拉斯加家具城是美国最成功的零售家具店，1937年她以500美元起家，几十年后创造了亿万财富。1983年巴菲特收购了内布拉斯加家具城90%股权。

## 第1章 五西格玛事件：世界上最伟大的投资家



### 有史以来最大的慈善捐助

春日的早晨，巴菲特坐在纽约曼哈顿的公寓里。旁边坐着的是他多年的老朋友卡罗尔·卢米斯女士，她是《纽约时报》的畅销书作家、《财富》杂志的资深编辑、记者。她从1954年起就在杂志工作，长期追踪报道巴菲特。更为人津津乐道的是她自1977年起开始协助巴菲特编辑伯克希尔公司的年报。

在2006年春天，巴菲特告诉卡罗尔，他已经想好了如何处理他在伯克希尔-哈撒韦公司拥有的巨大财富。像大多数人一样，卡罗尔知道巴菲特在分给三个孩子一点钱后，会将自己99%的财富捐给社会用于慈善，但人们

想到的是这笔财富会捐给巴菲特基金会，该基金会由巴菲特和已故妻子苏珊成立。现在巴菲特告诉卡罗尔他改变了主意，“我知道我想做什么，知道如何做更有意义”。<sup>[1]</sup>

2006年6月26日的纽约公共图书馆，午饭开始之前，数以百计的纽约最成功人士起立鼓掌，伴着掌声，世界第二富豪沃伦·巴菲特走到麦克风前。在客气寒暄几句之后，他从口袋里拿出五个信封，每一个信封里装着一份他财富的分配安排，只等着他的签名即可生效。前三个信封内容很简单，他签名“爸爸”，然后分别给了三个子女：女儿苏茜、长子霍华德、次子彼得。第四封信交给了已故妻子所捐助的慈善基金会的代表。这四封信给出的总计金额为60亿美元。<sup>[2]</sup>

第五封信引起的人们的惊叹！巴菲特签名后，递给了梅琳达女士，她是这个星球上唯一一个比巴菲特富有的人——比尔·盖茨的妻子。在这封信中，巴菲特承诺将其拥有的伯克希尔公司股票，共计超过300亿美元的财富捐给世界上最大的慈善机构——比尔&梅琳达·盖茨基金。这是迄今为止最大一笔单笔慈善捐助。历史上著名的捐赠有安德鲁·卡内基（按照今天货币折算为72亿美元）、约翰·洛克菲勒（71亿美元）、小约翰·洛克菲勒（55亿美元）。

在随后的日子里，人们有无数的疑问。巴菲特有病吗？或病入膏肓？他妻子的过世对于他的这个决定有什么影响？巴菲特说：“我很好，我的感觉棒极了。”众所周知，他妻子苏珊原本将继承他在巴菲特基金的主导地位：“她很享受这个过程，她对于规模的扩大有些恐惧，但她喜欢，并会干

得很好。”<sup>[3]</sup>

但是对于这个原有的安排在妻子过世之后，巴菲特有了新的考虑，他发现比尔&梅琳达·盖茨基金是个完美的机构，正做着 he 本人想做的事情。“他们可以更有效率地使用金钱，就像巴菲特基金会一样。找到那个按照你的想法做事，而且做得更好的人，将事情委托给他们难道不更符合逻辑吗？”<sup>[4]</sup>

这就是典型的巴菲特，总是充满理性。巴菲特提醒我们，在企业管理中有一个核心内容，就是他们管的比他好。同样，比尔&梅琳达·盖茨基金做慈善比他更好，何乐而不为。

比尔·盖茨评价他的老朋友说：“巴菲特将被人记住的不仅仅是最伟大的投资家，而且是世界上最伟大的美德投资家。”<sup>[5]</sup>说得一语中的。但是更为重要的是，巴菲特慷慨慈善的美德可能被放在第一位，而他那无与伦比的投资技能却可能屈居第二了。当巴菲特将300亿美元的信件递交给梅琳达·盖茨的时候，我脑海中迅速闪回到50年前，他以100美元起步成立巴菲特投资合伙企业的情景。

巴菲特总是声称自己非常幸运，1930年出生于美国，这个出生时空组合的概率是30:1，而他降生的那一刻就好比中了彩票；他承认自己跑不快，没法成为优秀的橄榄球运动员；尽管他有弹四弦琴的勇气，但不可能成为音乐会上的小提琴演奏家。但运气之外，他独具的一些特点却令他能在资本经济海洋中有所作为。<sup>[6]</sup>

“生活在美国，一些幸运的基因，复利，这些综合在一起造就了我的财富。”巴菲特说，“生活在这样一个经济体系中，更是促成了这些结果的形成，美国这个经济体系虽然有时会产生扭曲的结果，但最终整体而言，它能很好地服务于我们的国家。”巴菲特悄悄告诉我们，他很高兴在这样一个经济体中工作，“它奖励那些在战场上救死扶伤的人以勋章，它奖励那些优秀的老师以父母的感谢，它奖励那些能发现被错杀的股票的人以亿万财富。”他将之称为命运的不确定性分布。<sup>[7]</sup>

这或许有一定道理，但我心中所渴望了解的，是巴菲特如何在其成长环境中，刻画出属于自己的命运线条。这里，我们要探究的就是巴菲特如何成就自我的故事。

## 个人经历和投资缘起

沃伦·爱德华·巴菲特，1930年8月30日出生于内布拉斯加州奥马哈市，是奥马哈巴菲特家族的第七代。家族第一代在1869年开了一家杂货店，巴菲特的爷爷经营着这家杂货店，后来伯克希尔的副董事长查理·芒格，竟然曾经在巴菲特爷爷的杂货铺里打过工。巴菲特的爸爸——霍华德，曾是当地的一名股票经纪人、银行家，后来还做过共和党的众议员。

据说巴菲特一出生就着迷于数字，这也许是有些夸张了，但有记录表明，他在进入幼儿园之前就已经是台“小计算机”了。小时候，他和最好的朋友鲍勃·罗素坐在罗素家的门廊上，背经过的小汽车的车牌号。天黑之



后，他们俩进屋，把《奥马哈世界先锋报》铺在地上，计算每个数字出现的次数。然后，在他们的剪贴簿上整理计算的结果，好像在做什么顶级秘密的事情。

巴菲特最为珍贵的礼物来自他的姑姑——爱丽丝，她非常喜欢这个可爱的侄子，并且向他提出一个无法拒绝的提议：如果他同意吃芦笋，她就送他一块秒表。巴菲特完全被这个精密的计数器迷住了，他在各种男孩子喜欢的游戏中都使用他，例如弹珠游戏。他叫来两个姐妹，在浴缸里放满水，让她们将弹珠放进去，利用浴缸内壁的弧度，看哪一个弹珠能先到达漏水口，他在一旁按着秒表计数时间。

而来自爱丽丝姑姑的第二件礼物，将六岁的巴菲特引领上了新的人生方向——不是数字的魅力，而是金钱的魔力。圣诞节时，巴菲特拆开礼物，发现是个镀镍的钱包，这成为他最珍贵的财产，他将它立刻别在腰上。他发现钱包有很多用处，他在门口放了张桌子，向每一个路过的人兜售巧克力。他挨家挨户地敲门，卖口香糖和汽水。他从爷爷的杂货店以25美分的价格批发来6罐一包的可口可乐，然后拆散了，以每罐5美分出售——这样就有了20%的投资回报。他还上门叫卖《星期六晚邮报》和《自由》杂志。每个周末，他在当地的橄榄球场卖爆米花和花生。所有这些生意，他都要用上他宝贵的钱包——收钱、找零。 <sup>[8]</sup>

然而，这种田园牧歌式的好日子突然被打断了，大萧条终于也席卷到了奥马哈。一天晚上，巴菲特的父亲回到家，告诉大家他工作的那家银行关门了，他丢了工作，他们的存款也损失了。巴菲特开杂货店的爷爷，给

了他父亲一些钱支持他们家渡过难关。

幸运的是，这样绝望的感觉没有延续太久。霍华德很快振作起来，宣布成立自己的公司——巴菲特·斯坎兰尼卡公司，开始了他的投资合伙企业，公司设在法纳姆大街上，多年以后巴菲特在同一条大街上买了房。

大萧条的影响尽管短暂，但给巴菲特的家带来了艰难，这给年轻的巴菲特留下了深刻的印象。《巴菲特：一个资本家的成长》一书的作者罗杰·洛温斯坦说：“这种人生早期的艰难生活成为绝对的驱动力，他要变得非常、非常、非常富有。在他五岁之前就这么想，自那时起，他从未停止过这个念头。”<sup>[9]</sup>

巴菲特10岁的时候，父亲带他去了纽约，这是霍华德给每个孩子的礼物。巴菲特说：“我告诉父亲，我想去三个地方：我想去斯科特邮票钱币公司，我想去莱昂内尔火车公司，我想去纽约证券交易所。”<sup>[10]</sup>在坐了一夜火车后，他们到达了华尔街，在那里他们见到了交易所的成员艾特·莫尔。巴菲特说：“午饭之后，有人拿过托盘，上面摆放着不同的烟叶，莫尔先生挑出自己喜欢的，然后有人将它们现场做成雪茄。我想这就是所谓的定制雪茄吧，太棒了。”<sup>[11]</sup>

之后，霍华德领着儿子还见了高盛公司的合伙人西德尼·温伯格——当时华尔街的名人。在温伯格的办公室里，巴菲特被墙上的各种照片和证书深深吸引，很多镜框中都是名人作品的原件。当霍华德和温伯格谈论金融事务时，巴菲特在办公室里四处走动，看着那些艺术品。当他们父子离开

时，温伯格拥抱着巴菲特问他喜欢什么股票。巴菲特后来回忆道：“他一定在第二天就忘了，我却永远地记住了这一天。”<sup>[12]</sup>

甚至在去纽约之前，巴菲特就已经对股票和股市充满了好奇，他经常去他父亲经纪公司的办公室，看着墙上挂着的各种股票和债券证书，就像温伯格的办公室里一样。很多人渐渐喜欢上这个总是不停问问题的小家伙，并允许他用粉笔在黑板上抄写股票的价格行情。

周六上午，证券交易所开盘两个小时，巴菲特和他叔叔弗兰克·巴菲特、舅舅约翰·巴伯一起待在证券公司的办公室里。根据巴菲特的回忆，弗兰克叔叔总是看空，而约翰舅舅却总是乐观派。他们俩总是谈论自己对于世界的看法，这些故事都吸引着小巴菲特。在所有的时间里，巴菲特都直直地盯着股票行情机，看着不停跳动的股票价格，他想知道这背后到底蕴藏着什么。每个周末，他都认真阅读《巴伦》杂志的“交易”专栏。当他将父亲书架上的所有书籍读完之后，又读完了当地图书馆里所有关于投资的书籍。不久之后，他开始亲自画股价的图表，试图搞清楚眼前这些不断变动的数字到底有何规律可循。

当11岁的巴菲特宣布他已经准备好投资他的第一只股票时，没有人感到意外。然而，当他宣布他的投资金额为120美元时，大家还是震惊了。这些钱来自于他卖汽水、花生、和杂志。他决定买入城市服务优先股，这是他父亲的爱股之一，他还说服了姐姐多丽丝加入。他们各自支付了114.75美元各买了三股。巴菲特已经下功夫研究了图表，对这项投资信心满满。

那年夏天，股市在下跌，在6月触及年度低点。这两个年轻的小投资者眼睁睁地看着他们的股票下跌了30%，多丽丝天天来问巴菲特股票的损失情况，这让人有些崩溃。最后，当这只股票回升到40美元/股时，巴菲特将其卖出，终于赚了5美元。

随后发生的情况是，城市服务优先股不久飙升至202美元/股，这令巴菲特懊恼不已。他计算了一下，除去佣金，他整整少赚了492美元。而此前，他用了5年时间去积攒那120美元，这样算下来，此次错失令他损失了20年的工作所得。这是痛苦的一课，但最终非常有价值。

巴菲特发誓，首先，他再也不会被支付的成本所牵制。其次，他不会再仅仅满足于蝇头小利。以他11岁的智慧头脑，巴菲特已经学会投资中最为重要的一课——耐心。（这个重要的品质我们将在第7章中展开讨论。）

1942年，巴菲特12岁，他父亲当选为国会议员，全家搬到首都华盛顿。环境的变化令年轻的巴菲特难以适应，他非常思念家乡的氛围，于是他返回奥马哈，与爷爷和爱丽丝姑姑一起生活。但第二年，1943年，巴菲特与首都华盛顿之间有了另一种缘分。

证券公司里没有了熟人，渐渐地巴菲特的兴趣从股市转向了小生意。13岁时，他跑两条送报路线，分别投送《华盛顿邮报》和《华盛顿时代先驱报》。在伍德罗·威尔逊高中，他结识了小伙伴唐·丹利，这个小伙伴迅速点燃了巴菲特赚钱的热情。两人一起凑了25美元，买了一台二手翻新的弹球机，巴菲特说服了当地一位理发师，将机器放在他的理发店里，赚了钱

分一半给对方。第一天的运营结束后，他们发现这台机器里竟然有4美元硬币的收入。他们很快将业务扩大到七台的规模，不久巴菲特每周可以拿50美元回家了。

到巴菲特高中毕业时，通过各种努力，他已经积累了9000美元的财富。他立即宣布，他不想上大学，因为这将干扰他的商业计划。父亲否定了他的想法，秋天到来的时候，巴菲特上了宾夕法尼亚大学的沃顿商学院。尽管沃顿商学院以商务和金融闻名，但巴菲特似乎没有留下什么印象，他回忆道：“我好像在那里没有学到太多东西。”<sup>[13]</sup> 沃顿强调比较多的是商务理论，而巴菲特感兴趣的是实操层面——如何赚钱！两年之后（1947~1949），他转学到了内布拉斯加大学，一年修完了14门功课。1950年毕业，那时他还不满20岁。

回到奥马哈，巴菲特又有了与股市的联系。他开始从经纪人那里搜集信息、订阅刊物、重新开始画股价图表，并学习股市技术分析的书籍。他使用麦吉点数分析系统和其他能找到的系统，试图发现哪一个技术手段真的有用。一天，他在当地图书馆看书，发现了刚出版的本杰明·格雷厄姆的新书《聪明的投资者》，他描述当年的情景：“就像看到了一道光！”<sup>[14]</sup>

格雷厄姆与大卫·多德合著的《证券分析》（1934年出版）对于求知若渴的巴菲特而言，如逢甘霖，他离开奥马哈前往纽约，加入了格雷厄姆在哥伦比亚大学商学院的课程。格雷厄姆教会了他懂得公司内在价值的重要性。他相信，那些准确计算价值，并以较低价格买入的投资者终将在市场上获利。这个数学的方式令巴菲特热衷于数字。

格雷厄姆的班上有20名学生，很多人年龄比巴菲特大，有几个在华尔街工作。晚上，这些华尔街工作的学生在格老的班上讨论哪只股票大大低估，第二天，他们在班上就买入前一天晚上讨论的股票，然后获利。

很快，巴菲特就成为班上最聪明的学生，每当格雷厄姆发问，甚至问题还没有说完，巴菲特就已经举起了手。和里克·卡尼夫一起创建红杉基金的比尔·鲁安也在同一个班级，他说在巴菲特和格雷厄姆之间有着瞬间的化学反应般的默契，而其他的同学们基本上是观众<sup>[15]</sup>。巴菲特的最终成绩是A+，这是格雷厄姆执教22年以来给出的第一个A+。

在哥伦比亚大学毕业之后，巴菲特向格雷厄姆的公司申请一个工作职位，但没有得到。刚开始巴菲特稍感意外，但随后被告知，公司将优先考虑那些在华尔街受到不公正待遇的犹太裔分析师。于是，巴菲特返回故乡奥马哈，加入了父亲的证券经纪公司，他旗开得胜，热心地推荐那些符合格雷厄姆价值标准的股票。同时，他继续保持着与格雷厄姆的联系，将一个个股票心得发给老师。1954年，格雷厄姆打来电话说，宗教的障碍被取消了，现在格雷厄姆-纽曼公司有个位置，如果巴菲特感兴趣可以考虑一下是否愿意来上班。巴菲特二话没说，登上第二天的飞机，直飞纽约。

在格雷厄姆-纽曼公司工作期间，巴菲特完全沉浸在导师的投资理论中。除了巴菲特之外，公司还雇佣了沃尔特·施洛斯<sup>[16]</sup>、汤姆·纳普<sup>[17]</sup>和比尔·鲁安，都是日后大名鼎鼎的人物。施洛斯在WJS有限公司管理投资28年之久，普林斯顿大学化学专业毕业的纳普创立了特威迪·布朗合伙公司，

鲁安合作创立了著名的红杉基金。

对于巴菲特而言，格雷厄姆不仅仅是导师。作家罗杰·洛温斯坦写道：“格雷厄姆是第一个证明挑选股票可以是可靠的理论方式的人，而在此之前，它是像赌博一样的伪科学。股票市场就像一个奇幻的、令人禁足的城市，而格雷厄姆是提供这个城市地图的第一人。”<sup>[18]</sup> 自从11岁第一次买了城市服务优先股，巴菲特花了生命中一半的时间研究股市的未解之谜，现在他终于得到了答案。

《滚雪球》的作者爱丽丝·施罗德写道：“巴菲特的反应就像一个一生都待在山洞里的原始人，忽然有朝一日走出山洞，在阳光下眨着眼，第一次看清这世界。”巴菲特最初认为“股票就是一张张可供交易的纸片，现在，他知道股票是其背后真实企业价值的代表符号。”<sup>[19]</sup>

1956年，在巴菲特来到纽约两年之后，格雷厄姆-纽曼公司解散了，61岁的格雷厄姆决定退休。巴菲特再一次回到奥马哈，怀揣着从老师那里学来的投资知识，以及家庭的金融背景、朋友们的支持，他成立了投资合伙企业，这一年他25岁。

## 巴菲特合伙公司

巴菲特合伙企业起步时，有七个有限合伙人，共投资了10.5万美元，巴菲特自己作为一般合伙人，出资100美元。每年如果投资回报率在6%及以下，收益将全部归有限合伙人所有，超过6%的部分，他们获得其中的



75%，巴菲特获得25%。但合伙企业的回报目标是非承诺的，不是绝对的。巴菲特告诉他的合伙人，他希望每年战胜道琼斯指数10个百分点。

巴菲特对合伙人承诺：“我们的投资将基于价值，而不是市场的热点”，并且合伙企业“将避免本金永久性损失（不是短期的行情账面损失）的风险降至最小。”<sup>[20]</sup>最初，他严格遵循格雷厄姆的标准，选择被低估的股票。此外，他还参与一些并购套利——就是当两家公司收购合并时，买进一家公司的股票，同时卖出另一家公司的股票的策略，其目的是为了取得无风险利润。

巴菲特合伙企业起航之后，创造了令人瞩目的成绩。在第一个五年（1957~1961）中，道琼斯指数上升75%，合伙企业成绩是251%（有限合伙人得到181%的回报）。巴菲特不但实现了他打败道琼斯10个百分点的诺言，而且大大超出，他实际的成绩是35个百分点。

随着巴菲特的名声渐渐广为人知，越来越多的人找他管理自己的资金。由于每个合伙企业只有50个名额的限制，随着找来的人越来越多，就成立了一个又一个的新合伙企业。直到1962年，巴菲特决定将它们重新整合为一个合伙企业。这一年，巴菲特将自己的办公室从家里搬到奥马哈的基威特大厦，他在那里办公一直到今天。第二年，巴菲特做出了他一生中最为重要的著名投资之一，这使得他已经冉冉升起的名望更加如日中天。

20世纪60年代最著名的公司丑闻之一，发生在提诺·迪安杰利斯领导的联合原材料植物油公司，他发现可以用公司色拉油的库存套取银行贷款。

在这个过程中，由于油可以轻浮在水面之上，他于是操纵了游戏，使用了一些小伎俩。他在新泽西州建了一个炼油厂，放了139个五层的储油罐，用于储存大豆油。当银行人员来检验的时候，公司人员就爬上油罐的顶端，用测量棒蘸一下罐内的液体，然后大声将测量棒上的虚假数字报给外面的检验人员。当丑闻被揭穿后，据悉牵涉到了美洲银行、国民银行、美国运通和其他一些国家贸易公司，欺诈贷款的金额共计1.5亿美元。

美国运通是这起色拉油丑闻最大的受害者之一，损失了5800万美元，受此消息打击，运通股价下跌超过了50%。如果说巴菲特从格雷厄姆那里学到了什么的话，一定是：当一只优质公司股票的价格低于其内在价值时，果断出击！

巴菲特注意到了公司5800万美元的损失，但他不知道客户如何看待公司丑闻。于是他在奥马哈市有收银机的餐馆来回逛，发现人们依然在使用美国运通发行的绿色运通卡，使用频率并未下降。他又访问了几家银行，获知这起财务丑闻对于美国运通旅行支票的发售也没有什么影响。

回到办公室，巴菲特立即投资1300万美元在美国运通的股票上，这笔资金相当于整个合伙企业25%的总资产，比例相当巨大。在随后两年，美国运通的股票涨到了原来的3倍，巴菲特漂亮地净赚2000万美元。这是纯粹的格雷厄姆，纯粹的巴菲特。

成立之初，巴菲特的合伙企业只是投资于低估的股票和一些并购带来的套利机会。但在第五年，他第一次购买了一家公司的控股权——登普斯

特制造厂，一家农场设备制造商。下一步，他开始买进有点气数不佳的新英格兰的纺织厂——伯克希尔-哈撒韦公司，直到1965年他控制了这家公司。

在微积分学中，拐点是曲线在一个点曲率发生改变，从正到负，或从负到正。拐点之说也发生在企业、行业、经济、地缘政治以及个人身上。我相信20世纪60年代是巴菲特的拐点年代——他从投资家巴菲特进化为企业家巴菲特。

与此同时，市场也到了一个拐点。自1956年开始，格雷厄姆提出、巴菲特执行的估值策略成为股市的主流。但是在60年代后期，新时代开始了，它被称为成长股时代。这个时代里，贪婪的情绪推动着市场，快钱追逐那些高高飞扬的股票，人们迅速赚钱，或迅速亏钱。<sup>[21]</sup>

尽管股市的根本心理在发生改变，但巴菲特合伙企业继续了杰出的表现。到1966年末，合伙企业累计回报1156%（有限合伙人取得704%），道琼斯指数同期表现为上升123%。尽管业绩优异，巴菲特却越来越不安，因为股市的脚步越来越超出了格雷厄姆的原则范围。新的舞曲响起，但巴菲特找不到感觉。

1969年，巴菲特决定解散合伙投资企业，他发现市场已经高度投机，值得投资的机会极度稀缺。60年代后期，股市被高高在上的成长股所主导。“漂亮50”天天被人挂在嘴边，雅芳、宝丽来、施乐的股票都处于50~100倍的市盈率。巴菲特给合伙人写了一封信，坦诚自己已经不适当

前的股市环境，“但有一点，我很清楚，”他说，“我不会将之前自己明白其逻辑的投资方法全部抛弃，尽管它们在目前的市场中难以运用，尽管这意味着放弃大量的、明显的唾手可得的盈利。使用那些我自己完全不理解的、未经实践的方法可能会导致本金的永久性损失。”<sup>[22]</sup>

在巴菲特合伙企业起步之初，他为公司设定了每年跑赢道琼斯指数10个百分点的目标，从1957年起步到1969年解散，他的确击败了道指，不仅仅是10个百分点，而是22个百分点！当合伙企业解散时，每个投资人收到相应的部分。一些人转向市政教育债券，一些人被推荐给了一位基金经理。巴菲特推荐的这个人 是比尔·鲁安，他也是格雷厄姆的学生，巴菲特在哥伦比亚大学的同学。鲁安同意管理一部分合伙人的资金，这促成了著名的红杉基金的诞生。另一些合伙人，包括巴菲特本人，将自己的部分资金转换为伯克希尔公司的股票。巴菲特自己在合伙企业中的财富已经增长到2500万美元，这足以让他控制伯克希尔-哈撒韦公司。

当巴菲特解散合伙企业时，很多人以为巴菲特要“金盆洗手”了，但实际上，好戏才刚刚开始。

## 伯克希尔-哈撒韦

公司最初的前身是成立于1889年的伯克希尔棉花制造厂。40年后，工厂合并了一些其他的纺织企业，成为新英格兰地区最大的工业企业之一。在此期间，伯克希尔公司产生了大约25%的全国棉花需求，和1%新英格兰

地区的用电需求。1955年，伯克希尔与哈撒韦制造公司合并，公司名称随之变更为伯克希尔-哈撒韦，并沿用至今。

不幸的是，合并之后的公司命运多舛，不到十年的时间，股东权益下降了一半，亏损超过1000万美元。之后的20年，巴菲特和主管纺织业务的肯·查斯一直努力，试图扭转这个新英格兰的纺织厂。结果令人失望，净资产收益率勉强维持在两位数。

到了20世纪70年代，股东们开始质疑维持一个效益不佳的纺织厂运营是否值得？巴菲特没有掩饰面临的难题，在数个场合，他解释了自己的考虑：纺织厂是当地就业人数最多的企业，这些工人年龄偏大，相对不具备转业的技能，管理层表现出高度的工作热情，工会要求合理，最重要的是，巴菲特相信纺织厂仍然多少还能实现一些利润。

然而，他也表述得很清楚，希望纺织部门能在适当的资本成本上产生利润，他解释道：“我不会仅仅为了增加公司的回报，而关闭一些低利润率的业务部门。我也不会认为有利润的公司就应该去为一些前景不明的业务继续花钱。亚当·斯密不会同意我的前一个观点，卡尔·马克思不会同意我的后一个观点，我选择站在中间让我感到舒适的位置。”<sup>[23]</sup>

当伯克希尔进入80年代，巴菲特面临一些更现实的问题。首先，纺织业的性质决定了高回报是不可能的了。纺织品是普通类商品，这类商品很难将自己与竞争对手区分开来。来自国外的竞争者使用更便宜的劳动力，一点一点挤压利润。其次，为了维持纺织企业的竞争优势，需要不断投入

新的资本金，在通货膨胀的情况下前景更为骇人，企业迟早会发生资本贫血的灾难。

巴菲特面临艰难的选择，如果他投入大量的资金以维持纺织部门的竞争力，伯克希尔的资产回报率将被拖低；如果不增加再投资，伯克希尔的纺织厂对于其他国内同行而言，将丧失竞争力。无论巴菲特是否增加投资，国外的同业竞争者都具有强大的低成本的劳动力优势。

1980年的年报终于透露了关于纺织部门的坏消息，那一年，它们失去了董事长致辞中的首要位置，第二年的致辞也没有谈到纺织部门的情况。到了1985年6月，必然的事情发生了，巴菲特关闭了纺织厂，结束了这项具有百年历史的业务。

尽管纺织厂最终不幸结业了，但是这次经验却不是完全的失败。首先，巴菲特学到了宝贵的一课——企业拐点，当企业的环境发生根本性变化时，它们很少能转型成功。其次，纺织厂早期产生的现金流足以供巴菲特去购买保险公司，这造就了更为精彩的故事。

## 保险业务运营

1967年3月，伯克希尔公司出资860万美元，收购了奥马哈市当地的两家保险公司：国民赔偿公司和国民火灾海上保险公司。这是伯克希尔惊人成功故事的开端。

为了能好好欣赏这出重头戏，先要弄清楚拥有保险公司的真正价值所在，这一点很重要。保险公司有时是个好投资，有时不是，然而，它们通常总是很好的投资工具。保单持有人（保险公司客户）支付保费，提供了持续的现金流；保险公司用这些现金进行投资，直至有客户出险提出索赔。由于索赔发生的时间不确定，所以保险公司的投资对象是具有流动性的证券——主要是短期固定收益证券、长期债券和股票。这样，巴菲特购买的不仅仅是两家健康的公司，而且是管理投资的工具。

1967年，这两家保险公司拥有的投资组合中，包括债券2470万美元、股票720万美元。两年之后，这个投资组合增值为4200万美元，干得相当漂亮。巴菲特接管伯克希尔之后，也有了管理这家纺织企业证券组合的经验。1965年巴菲特接管公司时，公司拥有一个290万美元的证券投资组合，一年之后，巴菲特将其扩大到了540万美元。1967年，证券投资带来的回报是纺织部门盈利的3倍，而证券部门的净资产只有纺织部门净资产的1/10。

对于巴菲特进入保险领域、退出纺织领域这种行为，是有争议的。有人认为，保险业也像纺织业一样，是个普通商品类型的行业，它们销售的产品（保单）并无特质。保险业的保单可以标准化、可以被其他保险公司复制，没有商标、专利、地域优势等能让一家保险公司有别于其他同行。获得保险执照也不难，保险费率也都是公开的。

最能区分一家保险公司的是它的工作人员。公司管理层的努力对于一家保险公司的运营表现有着巨大的影响。多年以来，巴菲特在伯克希尔的组合中增加了一系列的保险公司，其中最为著名的是盖可保险公司。1991



年，伯克希尔买入盖可保险50%股份。之后的三年，盖可的表现令人印象深刻并持续攀升，更让巴菲特增添了兴趣。1994年，伯克希尔宣布已经持有盖可保险51%的股份，并很认真地讨论盖可加入伯克希尔大家庭的问题。两年之后，巴菲特写了一张23亿美元的支票，盖可保险成为伯克希尔的全资公司。

巴菲特并未止步于此，1998年他斥资160亿美元收购了一家再保险公司——通用再保险。这是截止当时最大的一笔投资。

年复一年，巴菲特继续在收购保险公司，但毫无疑问，他最聪明的是对于人才的收购。巴菲特请阿吉特管理伯克希尔的再保险集团，阿吉特出生于1951年，毕业于久负盛名的印度技术学院，取得工程师学位。他在IBM工作了三年之后，前往哈佛获得了商业学位。

尽管阿吉特没有保险行业背景，但巴菲特很快发现了他惊人的才干。自1985年起，阿吉特用20年时间建立的再保险集团的浮存金（保费收入尚未赔付）达到340亿美元。按照巴菲特的说法，阿吉特“对于风险的掌控无人能及，他的运作综合了能力、速度和决断，但最重要的是，他在保险方面的独一无二的头脑。<sup>[24]</sup>”他们每一天都在相互交流。阿吉特到底有多重要呢？给你提供一个线索，巴菲特在2009年伯克希尔的年报中写道：“如果芒格、我和阿吉特同在一条沉船上，你只能救一个人，请游向阿吉特。”

## 导师及其公司

要形容巴菲特是不容易的，仅从外表上看，他并不起眼，像是个老爷爷，而不是一个公司的大老板。智力上而言，他被认为是天才，但他与人相处时非常简单、平易近人。他简单、直率、豪爽、诚实，融干练机智和亲切幽默为一体，他喜欢逻辑分明，厌恶混乱无序，他喜欢单纯，厌恶繁琐。

在年报中，巴菲特常常引用《圣经》，或约翰·梅纳德·凯恩斯、梅·韦斯特等人的著作或名言，凡是阅读的人都会备感亲切，被深深打动。每份年报都信息量极大，长达60~70页，没有照片、没有彩图、没有表格。从年报的第一页开始，就充满着积极向上的正能量，它们将金融触觉、平易近人的幽默，以及诚实的精神综合为一体。巴菲特在报告中非常坦率地直面公司的优势与不足，他认为股东就是公司的主人，并设身处地替他们着想。

巴菲特主导的公司综合体现了他的个性、企业哲学（与其投资哲学如出一辙），及其独一无二的风格。伯克希尔公司是个构建精密的大厦，但不复杂。它只有两个部分：企业运营和投资组合。投资组合的资本来自保险业务的浮存金，以及非保险业务的盈利。巴菲特管理证券投资组合，就像他考察购买一个企业一样，看它们是否物有所值，看其管理层是否忠诚。

今天，伯克希尔-哈撒韦公司由三个部门组成：保险业务、资本密集型业务（包括中美能源、伯灵顿北方铁路等）、制造服务零售业务（业务从棒棒糖到喷气飞机）。2012年，这些业务合计为伯克希尔公司提供了108亿

美元的盈利，而相对于1988年，公司盈利为3.99亿美元。2012年公司证券投资组合的市值为876亿美元，成本为498亿美元；而25年前的1988年，投资组合的市值为30亿美元，成本为13亿美元。

在过去的48年里，自1965年巴菲特接管伯克希尔-哈撒韦公司以来，公司的账面价值从每股19美元增长到114214美元，年复合增长率19.7%，同期标普500指数的增长率为9.4%（包括分红在内）。这意味着在长达半个世纪的时间里，巴菲特胜出10.3个百分点。正如我前面提到的，当“钱匣子”关闭他的合伙企业时，他的辉煌之旅才刚刚开始。

## 五西格玛事件

多年以来，学术界和投资专家们关于有效性的争论，渐渐形成了有效市场理论。这个具有争议的理论认为，股票分析是徒劳无益的浪费时间，因为所有可以获得的信息都已经被反映在股价上。持有这种观点的人坚信，那些在股票行情版上随意丢出飞镖的投资人，他们的成功概率与那些经验丰富、每天花大量时间阅读季报或年报的分析师并无二致。当然，这里有部分是开玩笑的因素。

然而，一些持续打败市场指数的个案——最著名的是沃伦·巴菲特——证明市场有效理论存在缺陷。但理论家们认为，不是该理论有缺陷，而是因为像巴菲特这样的个案是个五西格玛事件——统计学上极其罕见的现象，这种现象极其罕见以至于不可能发生<sup>[25]</sup>。与这些人站在一边，将巴

菲特现象称为统计稀罕物是件很容易的事。没有人能重演他的投资业绩，无论是其13年的巴菲特合伙企业，还是50年的伯克希尔-哈撒韦公司的表现。当我们观察每一个职业投资人的表现，并发现他们长期无法击败市场主要指数时，这提出了一个问题：股票市场的确是无懈可击的吗？这个方法可以被大多数投资者使用吗？

最后，让我们思考一下巴菲特的话：“我们的所作所为没有超越任何人的能力范围，我感觉我做投资和我做管理没有什么两样，根本不必为得到超凡的结果去刻意做什么超凡的事情。<sup>[26]</sup>”大多数人认为这仅仅是巴菲特中西部式的谦虚表现，但我不这么认为，我把他的话当真了，而这正是这本书的主题。

[1] Carol Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically, Everything, 1966-2012* ( New York: Time Inc., 2012 ), 256.

[2] Matthew Bishop and Michael Green, *Philanthrocapitalism: How Giving Can Save the World* ( New York: Bloomsbury Press, 2008 ), 1.

[3] Loomis, *Tap Dancing to Work*, 258.

[4] *Ibid.*, 261.

[5] Bishop and Green, *Philanthrocapitalism*, 75.

[6] Loomis, *Tap Dancing to Work*, 149.

[7] *Ibid.*, 315.

[8] Alice Schroeder, *The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life* ( New York: Random House, 2008 ), 51, 55.

[9] Roger Lowenstein,Buffett:The Making of an American Capitalist ( New York:Random House,1995 ) ,10.

[10] Schroeder,Snowball,62.

[11] Ibid.

[12] Ibid.

[13] Adam Smith,Supermoney ( Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2006 ) ,178

[14] Ibid.

[15] Loomis,Tap Dancing in Work,67.

[16] 沃尔特·施洛斯是格雷厄姆的亲传弟子，1955年创办投资管理合伙企业——沃尔特·施洛斯有限合伙公司（简称WJS）。他一生经历过18次经济衰退，但他执掌的基金在近50年的漫长时间里长期跑赢标杆股指，被巴菲特赞誉为“超级投资人”。

[17] 汤姆·纳普曾在格雷厄姆-纽曼公司工作，1968年与人联合创办了Tweedy-Browne合伙公司，其投资以高度分散化的被动投资为主，偶尔也并购企业取得控制权。

[18] Lowenstein,Buffett,26.

[19] Schroeder,Snowball,146.Schroeder references this apt analogy to Plato's cave,which was originally made by Patrick Byrne.

[20] John Train,The Money Masters ( New York:Penguin Books.1981 ) ,11.

[21] John Brooks,The Co-Co Years ( New York:Weybright&Talley,1973 ) .

[22] Train,Money Masters,12.

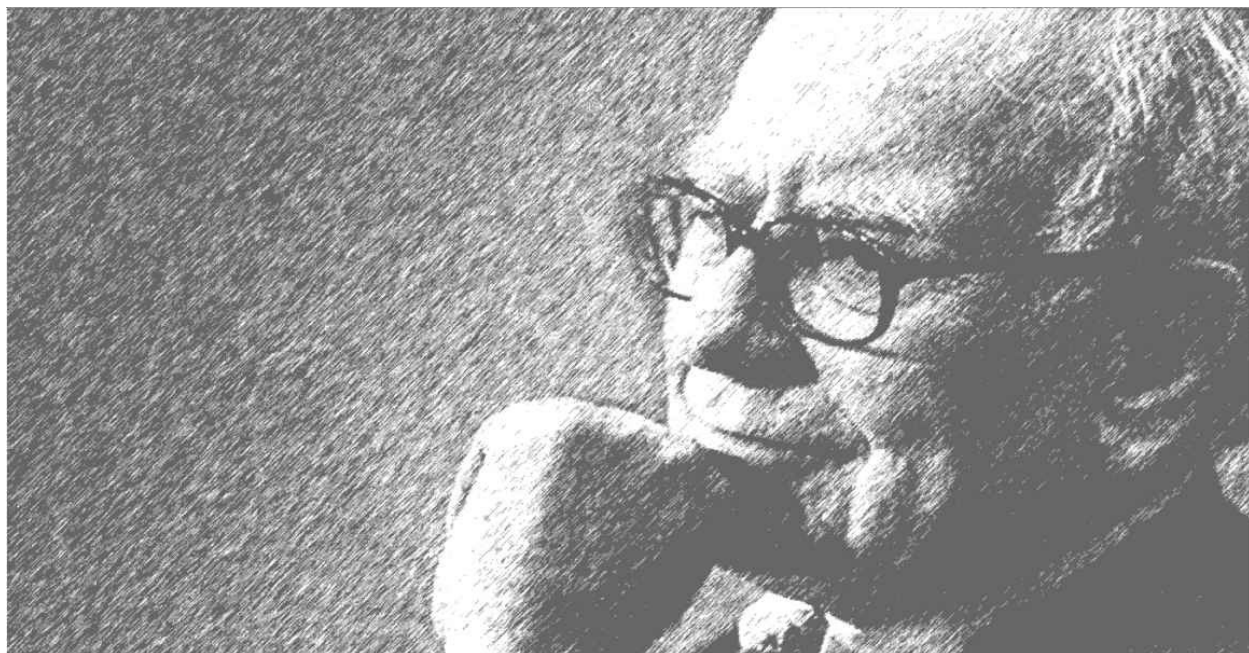
[23] Berkshire Hathaway Annual Report,1987,22.

[24] Berkshire Hathaway Annual Report, 2011, 9.

[25] Loomis, Tap Dancing to Work, 62. The Greek letter sigma is used in statistics to represent standard deviation from the mean, or average. A five-sigma event, measuring five deviations, has a 1 in 3,488,555 chance of happening. Expressed another way, a five-sigma event has a 99.99994 percent chance of being correct.

[26] Ibid.

## 第2章 沃伦·巴菲特的教育



即便是拥有产生五西格玛现象的惊人智力，也不可能越过受教育的学习阶段。正如我们将要看到的，沃伦·巴菲特在投资哲学上的教育源自三个非凡人物的心智结合：本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪、查理·芒格。

格雷厄姆对于巴菲特的影响众所周知，一些人认为巴菲特全部承袭自格雷厄姆。考虑到两人之间长期的交往历史，这种观点并不意外。巴菲特首先是格雷厄姆的读者，然后是学生、员工、合作者，最后是同行，格雷厄姆塑造了巴菲特未经训练的心智。然而，那些认为巴菲特仅仅受教于格雷厄姆的人，忽视了他两位非凡的金融思想家的影响：菲利普·费雪和查理·芒格。在这一章中，我们将研究上述人物。



## 本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆被认为是金融分析的开山鼻祖。正如亚当·史密斯所言：“在他之前没有（金融分析）专业，在他之后才有了这个名称。”<sup>[1]</sup>今天，他以两部名著而载入史册：《证券分析》（最早出版于1934年，与大卫·多德合著）；《聪明的投资人》（最早出版于1949年）。

《证券分析》一书经久不衰的意义部分由于其时机，这本书在1929年大危机之后的几年问世，1929年大危机是个改变世界的事件，它对作者的生活以及思想产生了深刻影响。当其他学者试图寻求这种经济现象的解释时，格雷厄姆帮助人们恢复财富，朝着有利的方向前行。

本杰明·格雷厄姆能说流利的希腊语和拉丁语，并在数学和哲学方面有着学术兴趣，1914年他从哥伦比亚大学获得理学学士学位，当年他20岁。尽管他没有受到财经方面的教育，他的职业生涯却是从华尔街开始的。他的第一份工作是在Newburger, Henderson&Loeb经纪公司做信息员，周薪12美元，负责将债券和股票的行情写在黑板上。很快他被提升为研究员，撰写研究报告，不久被升为公司的合伙人。1919年，他25岁时，年薪已达到60万美元，相当于2012年的800万美元（这是个惊人的数字）。

1926年，他和杰尔姆·纽曼成立了投资合伙企业，正是这家公司大约30年后雇佣了巴菲特。格雷厄姆·纽曼公司在1929年的大危机中挺了过来，还经历了第二次世界大战、朝鲜战争，直至1956年解散。

很少有人知道1929年大危机给格雷厄姆造成的重大财务打击，这是他生命中的第二次（第一次是他父亲过世时，整个家庭无依无靠），格雷厄姆需要从头开始建立财富。他在母校发现了灵感，在那里他开始在夜间班教授金融课程。在象牙塔里，格雷厄姆有机会反思和重新评估投资问题。在哥伦比亚大学教授大卫·多德的建议下，格雷厄姆写下了经典的有关谨慎投资的论文。

格雷厄姆和多德都有超过15年的投资经验，他们花了四年时间一起完成了《证券分析》一书。当这本书于1934年初次面世时，路易斯·里奇在《纽约时报》上写道：“这是全面的、成熟的、精致的、完全值得称赞的学术探讨和实践的产物，如果它的影响得以发挥，那么投资者的心思将会放在证券上，而不是市场上。”

在第1版中，格雷厄姆和多德花了大量篇幅分析有关上市公司的信息混乱。在1933年《证券法》和1934年《证券交易法》出台之前，公司的信息披露是不足的，甚至经常是误导的。很多公司拒绝披露销售信息，而且资产的评估值也不可信。有关公司的假消息被用于操纵股价，无论在IPO还是在上市之后。在《证券法》之后，公司的改革也很缓慢，而且是故意的。1951年此书的第3版面世时，他们指出公司的混乱情况已经得到遏制，格雷厄姆和多德从他们的角度谈到股东与管理层关系的问题，主要是管理层权限和分红政策。

《证券分析》一书的本质是阐明，一个建立在合理价格基础之上的、精挑细选的、多元化的普通股投资组合，可以是一个健康的投资。一步一

步地，格雷厄姆帮助投资者了解其方法的逻辑性。

格雷厄姆面对的第一个问题是，对于“投资”一词没有一个明晰定义。引用路易斯·布兰代斯法官的说法，格雷厄姆指出：“投资一词有多个意思。”他注意到当时有的说法，将股票定义为投机，将债券定义为投资。但一个质量糟糕的债券不应该仅仅因其为债券而被认为是投资；一只股票不应该仅仅因其是股票而被视为投机，尽管它的价格可能低于其净流动资产。这得看怎么说，格雷厄姆认为，如果借钱去买证券以期赚快钱，那么无论买的是股票还是债券，这都是投机。考虑到问题的复杂性，格雷厄姆提出了自己关于投资的定义：“投资是经过分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为。不能满足这些要求的就是投机。”<sup>[2]</sup>这个简单的定义集中了值得我们关注的地方。

首先，什么是“经过分析”？他以一个简洁的定义开始：“基于已有的原则和正常的逻辑，仔细研究可以获得的事实，得出结论。”<sup>[3]</sup>他进一步将分析分为三步：①描述；②批判；③选择。第一步，搜集多方信息并以合理的方式呈现。第二步，检验这些搜集来的信息：这些信息可以代表事实么？最后一步要求分析人员作出判断，判断这些证券是否具有吸引力。

其次，格雷厄姆坚持一个证券被认定为投资必须满足两个条件：一定程度上的本金安全和满意的回报率。

第一个条件是本金安全。但他提醒到安全不是绝对的，一个非常的不可预见的事件可能导致甚至债券也违约。人们要考虑的是在合理的情况

下，投资应该是安全的。

第二个必要条件是满意的回报。“满意”具有主观性。他说回报可以是任何数字，无论多低，只要投资者行为明智且满足了投资的定义。

根据格雷厄姆的定义，一个人如果基于正确逻辑进行了财务分析，遵循本金安全原则和选择合理的回报率，他就是投资者，不是投机者。

终其职业生涯，格雷厄姆始终面对投资与投机的纷扰。在他去世前不久，他十分沮丧地看到机构投资者越来越多的投机行为。在1973~1974年大熊市后不久，格雷厄姆应邀出席了由投资银行帝杰公司主持的基金经理人会议，他为所听到的发言感到震惊，“我无法理解，为什么机构的基金经理们从原本正确的投资基础上堕落到了你死我活的竞争中，试图在最短的时间里获取最高的回报。”<sup>[4]</sup>

在明确了投资与投机的定义之外，格雷厄姆第二个贡献是提出了投资普通股的方法论。他的方法论称为“安全边际”，其思想来自1929年的大崩溃。

1929年崩盘前，所谓投资的投机活动蔚然成风，乐观主义已经猖狂到了危险的地步，整个市场就是一场由投机伪装成投资的假面舞会。被已有的成功所鼓舞，人们想象未来是个持续成长和繁荣的时代，开始放松警惕，追逐不断推高的股价。格雷厄姆说，人们愿意为股票付出任何价格，根本不考虑进行数量分析，市场乐观标出的任何价格好像都是物有所值的。在这疯狂之巅，投资与投机的界限模糊了。

针对这种高风险行为，格雷厄姆建议以“安全边际”去挑选股票。在这种方法中，对于公司未来成长充满信心的投资者如果将股票纳入组合，可以考虑两种情况：①在整个大势低迷期间买入股票（通常这种情况发生在熊市，或类似的市场调整期）；或②即便在大势并不便宜的情况下，购买那些低于其内在价值的股票。无论哪种情况，安全边际都在考虑之中。

第一种情况——在大势低迷时买入——其难点在于时间点不可能人为控制。它需要投资人使用一套公式去判断市场何时昂贵、何时便宜。这样，投资人就成了预测市场拐点的人质，而这过程有多长却是不确定的。当市场标价公平时，投资者买入也是无利可图。等待市场调整而有买入的机会，可能令投资者空耗时间精力，最终一无所获。

由此，格雷厄姆建议投资者将精力放在第二种情况上，寻找那些低估的股票，不用理会大势的高低。这种策略可以持续运行，投资者需要有方法分辨出哪些股票的价格比其内在价值低。运用数量分析勾勒出低估股票的方法，在《证券分析》这本书之前，从来没有出现过。

格雷厄姆简化了正确投资的概念为“安全边际”概念。无论股票还是债券，他都用这种方法去投资。

建立债券的安全边际概念不难，例如，分析人员看一家公司过去五年的运营历史，发现它的年度利润5倍于债券的利息，那么该公司的债券就具有可靠的安全边际。格雷厄姆并不指望投资者能正确地预测公司未来的收入情况；相反，他认为如果公司利润与固定利息之间的差距足够大，即便

公司未来收入遭到不可预见的事件打击，投资者利益也能受到保护。

真正的考验在于格雷厄姆如何定义股票的安全边际，他推论如果股价低于内在价值，普通股的安全边际就存在。显而易见，接下来的问题是：如何确定内在价值？格雷厄姆再一次给出了简洁的定义：内在价值是“取决于事实的价值”。这些事实包括公司资产、利润和分红、未来的明确前景。

当然，格雷厄姆认为最为重要的因素是未来的盈利能力。这让他推导出一个简单的公式：一个公司的内在价值取决于未来预期利润，乘以合适的资本化系数。这个资本化系数，或乘数，受到公司利润的稳定性、资产、分红政策和财务健康状况的影响。

格雷厄姆认为这种方法成功与否，受制于我们计算公司未来前景的能力，这个计算无可避免的不精确。未来的因素，诸如销售额、价格、成本都难以预测，这一切使得这个乘数更为复杂。

尽管如此，格雷厄姆相信在三种情况下，安全边际理论仍然能够成功运用：

- (1) 稳定的证券类型，例如债券和优先股；
- (2) 在进行比较的分析中；
- (3) 那些价格与内在价值差距巨大的股票。

格雷厄姆让我们接受的内在价值是个难以捉摸的概念，它不同于市场

的报价。最初，内在价值被认为就是公司的账面值，或者是资产减去负债之后的净值。这使得早期的内在价值概念是明确的。然而，分析人员发现公司的价值不仅仅是它的净资产，还有这些资产所产生的利润的价值。格雷厄姆提出，确定一个公司的精确的内在价值并不重要,甚至，一个大致的估值，相对于市场价格，已经足够测量安全边际。

格雷厄姆提醒我们，金融分析并非一项精确的科学。一些财务的数量指标，例如资产负债表、损益表、资产和负债、利润、分红等的确有助于分析。然而，我们不能忽略一些不易计算，却对决定公司内在价值非常重要的因素，其中两个是管理层的能力和公司的性质。格雷厄姆的问题是：在它们身上应该花多少精力？

他对于强调质量因素有所顾虑，管理层的意见和公司的性质是难以测量的，而难以测量是一种糟糕的测量。对于质量因素的乐观因素往往导致较高的乘数。从经验中，格雷厄姆知道当投资者的关注从有形资产转移到无形资产时，他们将有可能冒更大的风险。而反过来，如果投资者基于公司的可测量的数量因素推算内在价值，那些向下的风险是有限的。固定资产、分红、当前和历史曾经的利润都是可测的，这些因素都是可用数字证明的，并且作为真实的经历作为逻辑的参考。

格雷厄姆强调，投资者应该清楚自己立足于踏实的基础之上，如果你买的是资产，即便到清算资产价值时，你的下降空间仍是有限的。但没有人能保证你看好的投资对象能达成成长的目标。如果一家公司拥有诱人的前景和高超的管理层，毫无疑问会吸引越来越多的买家，“由于大量买入，



会使公司股价上升，从而导致较高的市盈率。越来越多的人沉迷于高回报的期许，股价攀升超越其应有价值，造成泡沫，泡沫越来越大以至于最终破裂。”

格雷厄姆承认，拥有良好的记忆力是他的一个负担。曾经在一生中毁掉他两次的财务打击，让他更强调股市下跌时的保障，多于上升时的上涨潜力。

他经常提到两项投资原则：一是不要亏损；二是不要忘记第一条。他将“不要亏损”的理念分为与安全边际有关的两个部分：①以低于公司净资产2/3的价格买入公司；②专注于低市盈率的股票。

第一个方法——以低于公司净资产2/3的价格买入公司——符合格雷厄姆的现实感觉并满足了他的数学期望。他略去公司厂房、建筑、设备的数值，减去所有长短期负债，剩下的只有流动资产。格雷厄姆认为，如果股价低于这个数字，就是个好的投资对象，这种投资方法简单明了。但他清楚地指出，这种方法的运用是基于一揽子股票组合，而不是基于单只股票。

这个方法有个问题：满足这些条件的股票很难找到，特别是在牛市的时候。傻等着市场调整可能并非明智之举，针对这种情况，格雷厄姆提出了第二个方法：买低市盈率的股票。他仍然强调，公司必须有净资产，换言之，公司必须资产多于负债。

在职业生涯中，格雷厄姆数次改变他的投资方法，在他1976年过世前

不久，他与西德尼·科特尔重新修订《证券分析》第5版时，格雷厄姆提出买股票的标准：一个十年的市盈率乘数，股价是前期高点的一半，以及当然是净资产价值。格雷厄姆用这些标准推算了自1961年以来的股市历史，结果很令人满意。

年复一年，大量投资者研究搜寻类似的确定公司内在价值的捷径。当格雷厄姆提出的低市盈率法仍然有效的时候，我们发现仅仅基于会计比率的这种投资决策方法，并不足以产生满意的回报。今天，大多数投资者使用约翰·伯尔·威廉斯在《投资价值理论》（哈佛大学1938年出版）一书中对于价值的定义：任何投资的价值都是公司未来现金流的折现。我们将在第3章中讨论更多关于分红折现模式的内容。

现在，我们发现格雷厄姆的两个方法——以低于公司净资产2/3的价格买入公司；买入低市盈率的股票——有着共同的特征。他所选中的股票可能因为某种原因，在股市上并不受欢迎，所以价格低于价值。格雷厄姆强烈地认为这“低得不公平”，所以是买入的好标的。

格雷厄姆的信念建立在一些特定的假设上，首先，他认为由于人们的贪婪和恐惧的情绪变化，使股票经常被错误标价。在贪婪之巅时，股价被推升至远超其内在价值，造成过高的市场。反之，恐惧压低股价，造成股价低于价值的局面。他的第二个假设是基于统计学上的“均值回归”理论，尽管他没有使用这个名词。无论是统计学还是诗歌，格雷厄姆相信投资者能从低效市场的修正力量中获利。他引用了诗人贺拉斯的雄辩的诗句作为佐证：

今天那些已然坍塌的，将来可能会浴火重生；

今天那些备受尊荣的，将来可能会匿迹销声。

## 菲利普·费雪

在格雷厄姆写作《证券分析》时，菲利普·费雪正开始他的投资顾问工作。从斯坦福大学工商管理研究生院毕业后，费雪在盎格鲁·伦敦·巴黎国民银行（Anglo London&Paris National Bank）做分析师工作，地点在旧金山。不到两年，他就成为统计部门的头儿。在这个位置上，他见证了1929年大危机中的股市崩溃。之后，在一家当地的经纪公司无所事事地短暂工作一段时间后，他决定自行创业，1931年3月31日，他的费雪顾问公司开始招揽客户。

30年代初期开办投资顾问公司看起来有些蛮干，因为股市上哀鸿遍野，经济上千疮百孔。但费雪认为他有两个优势：首先，大崩盘之后，尚有余钱在手上的投资者肯定对于自己之前的经纪人很不满意。其次，在大萧条期间，人们有充足的时间坐下来与费雪交谈。

在斯坦福的时候，有一门课程要求费雪和教授一起定期访问旧金山周围的企业，教授会与企业家长们讨论公司的运作，并且帮助他们解决遇到的问题。在驾车回斯坦福的路上，他和教授会重新总结所观察的企业和管理层。费雪后来回忆道：“每周的这次活动，是我受到的最有用的训练。”

这些经历使费雪开始相信超级利润有可能从如下方式获得：（1）投资于那些拥有超出平均水平潜力的公司；（2）与能干的管理层合作。为了搜寻卓越的公司，费雪发明了一套“点系统”，它可以根据企业和管理层的特征区分出合格的公司。

费雪印象最深刻的公司特征，是多年销售和利润的成长率高于同行业<sup>[5]</sup>。为了满足这个条件，费雪相信一家公司所在的行业必须“具有足够市场空间潜力，才能具备多年大规模增长的可能。”费雪并不很在意连续的年度增长，但他以数年为周期的表现去判断公司成功与否。他注意到企业生命周期的变化会给销售和利润造成实质影响，然而多年的观察使他相信，有两类企业会显示超出平均的成长：①“幸运且能干”的企业；②“幸运因为能干”的企业。

他说美国铝业公司（Alcoa）是第一类公司的例子，这个公司“能干”，是因为它的创始者们很能干，他们早早预见到了其产品的市场前景，并积极做了准备，推动铝业市场提升销售。这个公司也很“幸运”，因为在他们能掌控的范围之外，外界因素对于公司和产品市场非常有利。航空运输市场的迅速发展，大大促进了铝制品的销售。由于航空业的大发展，美国铝业公司从中的收益，大大超出了公司最初的设想。

杜邦公司是一个“幸运因为能干”的好例子。如果杜邦还坚持于最初的产品——喷砂粉，公司就会像很多典型的矿业公司一样。但是公司管理层利用他们获得的关于武器火药的知识，开始发明新的产品——包括尼龙、玻璃纸、璐彩特（透明合成树脂），创造出新的市场需求，最终为杜邦创

造了数十亿计的销售额。

费雪注意到，一个公司的研发可以为企业超出平均的成长提供持续的贡献。很明显，如果这两家公司没有在研发方面的重大投入，就不可能取得长期的成功。即便是非高科技企业也需要致力于研发，以便为客户提供更卓越的产品和更有效率的服务。

除了研发之外，费雪还审视了企业的销售机构。根据观察，一家公司即便有了好的产品和服务，但如果无法“成功地商品化”，研发的努力也不会带来销售额。帮助客户认识公司产品和服务的优势是销售部门的责任。他解释说，销售部门应该监测客户的购买习惯，并能捕捉到客户需求的变化。费雪认为销售在链接市场和研发部门之间具有巨大的价值。

不过，仅仅拥有市场潜力本身还不够，费雪相信即便是一个具有超越平均水平销售成长的公司，如果它不能为股东赚钱，也未必是一个合适的投资对象。他说：“并非所有销售成长良好的公司都是好的投资对象，如果年复一年，其利润没有同步增长的话。”因此，费雪不仅寻找那些低成本的产品或服务公司，而且希望它们能致力于保持这个优势。一个具有低利润平衡点、高利润率的公司更能经得起低迷经济环境的考验。最终，它能击败对手，牢牢站稳自己的市场地位。

费雪指出，如果一家公司不懂得分解成本，同时明白制造过程中的每个环节，就不可能维持它的利润率。为了这样做，公司必须进行足够的会计监督和成本分析。成本分析应该能让公司管理层发挥出生产产品和服务

资源的最大潜能。此外，会计监督有助于发现公司运营中的问题所在，而这些问题或低效，可能就是影响公司整体盈利能力的早期预警。

费雪对于公司盈利能力还有一个考虑，即公司未来的成长是否依赖新增投资。他说：如果一家公司的成长是由大量新增投资所致，那么股本的增大将摊薄现有股东的利益，使其无法分享成长的好处。一家高利润率的公司应具有内生性产生的现金流，这些资金能维持公司的成长，而无需稀释股东的权益。另外，一家在固定资产和运营资本需求方面控制有方的公司，能管理好它的现金需求，避免通过股票进行融资。

费雪注意到，优秀的公司不但拥有超越平均水平的企业特征，而且，同样重要的是，它们的管理者的能力也超越平均水平。在现有产品和服务的市场潜力发展到尽头时，管理者们会开发出新的产品和服务继续驱动销售的增长。很多公司会有很多不同的产品线维持数年，少数公司会有策略维持10~20年的增长。“管理层必须有适时可行的方针，以期短期利益服从长期利益。”<sup>[6]</sup>他解释说，服从长期利益并非牺牲短期利益，一个超出平均水平的管理层应该具有实施长期计划同时兼顾日常公司运营的能力。

费雪认为还有一个特征也很重要：公司是否有忠诚可靠的管理层？管理层能否担得起股东的信托责任，或他们是否仅仅关心自己的利益？

有个方法可以帮助投资者得出结论，费雪建议，看管理层与股东们的沟通方式。无论是好公司还是坏公司，都会经历困难时期。通常，当情况好的时候，管理层会畅所欲言；但当经历艰难时，有些公司会三缄其口，

而不是开诚布公地说明遇到的困境。费雪认为，从管理层面对困难的态度，可以得出很多公司未来的表现。

费雪认为对于一家成功的企业，管理者应该创造良好的劳资关系。员工们应该发自内心地感觉公司是个工作的好地方，蓝领工人应该有受人尊重的感觉，公司干部应该明白职位的提升是基于能力，而不是上层的偏好。

费雪也考虑管理层的深度，CEO是否有一个有能力的团队？他是否能授权下属运营部分业务？

最后，费雪会考量公司的独特之处：与同行比较，公司有何不同。他试图发现线索以帮助理解一家企业相对于同业的优势。仅仅阅读财务报表是不足以做出投资判断的，谨慎投资的重要一步是，从熟悉公司的人那里尽可能多地发现信息。费雪承认这种无所不包的调查方式就是所谓的“闲聊”方式。今天，我们可能称之为小道消息。如果能处理得当，闲聊亦能获得大量有用的信息，帮助投资者发现极佳的投资对象。

费雪的闲聊调查方式令他尽可能与更多的人沟通，他跟顾客聊、跟供应商聊，他去找那些前雇员、顾问、大学里的研究员、政府里的上班族、交易协会的执行者，以及竞争对手。他惊奇地发现，尽管人们不愿披露当下服务的公司内幕，但对于竞争对手的情况倒是毫不吝啬。“这太令人兴奋了，”他说，“在一个行业里，从不同的角度交叉观察一家企业，能得出一幅多么准确的公司优缺点的全景图。”<sup>[7]</sup>



很多投资者不愿意花时间和精力，去进行费雪认为必要的工作以了解企业情况。约见不同的人“闲聊”也很费时间，而针对不同的公司进行这项活动工作量实在太大了。针对这个问题，费雪找到了另一个方法来应对——减少研究公司的数量。他总是说，宁愿持有少数优质公司的股票，也不会持有大把平庸公司的股票。总之，他的投资组合少于10家公司，其中三四家公司的股票会占到总仓位75%的比例。

费雪相信，投资成功只需做好几件事即可。一是在能力圈内投资。他总结自己早期的错误，是由于“超出了我的经验范围，开始投资于自认为很了解的领域，但实际上完全不是，那是一个我没有相应知识背景的领域”。

[8]

## 查理·芒格

当沃伦·巴菲特1956年开始投资合伙事业时，仅有10万美元多一点的资金，他早期的工作之一就是说服新投资人加入，当巴菲特向邻居埃德温·戴维斯医生夫妇推销投资理念时，医生突然打断他，说要投资10万美元，巴菲特问为什么，他说：“因为你让我想起了查理·芒格。” [9]

尽管两人都成长在奥马哈，而且有很多共同的熟人，但巴菲特和芒格在1959年之前从未见过。那时，芒格已经移居加州南部，在他父亲过世时，他回家乡来，戴维斯医生安排了两个年轻人见面并在当地的一家餐馆晚餐。这是一个非同寻常的合作的开端。

查理的父亲是一位律师，爷爷是联邦法官。当时，他在洛杉矶已经有一家成功的律师事务所，但他对于股市投资有很强烈的兴趣。在初次的晚餐聚会中，两个年轻人发现彼此有很多共同的话题，包括股票。从那时起，他们经常沟通，巴菲特鼓励芒格离开律师行业，专注于投资。有一段时间，芒格两个行业都干。1962年，他像巴菲特一样组建了一个投资合伙企业，同时继续着律师事务所的工作。经历成功的三年之后，他完全离开律师行业，尽管直到今天，挂着他名字的律师事务所仍为他保留着办公室。

在稍后的第5章里，我们会看到芒格投资合伙公司的历史表现。芒格在洛杉矶的合伙企业与巴菲特在奥马哈的公司有很多相同之处：都寻求购买物有所值的对象，都有杰出的投资表现。毫不奇怪，他们甚至相中一些共同的股票。像巴菲特一样，60年代末芒格开始买入蓝筹印花公司，并最终成为其董事长。1978年当伯克希尔公司与蓝筹印花公司合并之后，芒格成为伯克希尔的副董事长，一直到今天。

芒格与巴菲特的工作关系不是那种合同关系，而是一种与时俱进的更紧密的共生关系，在芒格加入伯克希尔之前，他们也经常共同商议投资决策，甚至每天都商量，渐渐地他们的投资有了更多的相通性。

今天，芒格继续作为伯克希尔的副董事长，从各方面都是巴菲特的合作者，并不断地自我改善。你想知道他们的联系有多紧密，就看看年报中巴菲特提到了多少次“查理和我”，无论是“共同决策”，或“看法相同”，或“同样考虑等待”，都很多次使用到这四个字，以至于“查理和我”看起来

像一个人的名字。

在工作方面，查理不但带来了金融智慧，还有企业法律的基础，他也带来了与巴菲特相当不同的知识的视角。查理在很多知识领域均有热衷，包括科学、历史、哲学、心理学、数学。他认为有思想的人能够也应该运用这些知识到投资决策之中。为了获得“普世智慧，”查理说，“你必须构建一个心智模式的格栅。”<sup>[10]</sup>想欣赏查理知识深度和广度的读者，可以阅读《穷查理年鉴：查理·芒格的机智与智慧》这本书（2005年出版）。

金融知识、律师背景、来自其他学科的经验，所有这些综合在一起，查理带来了不同于巴菲特的投资理念。当巴菲特继续毫不动摇地执行格雷厄姆的理念、继续寻找“烟头型”股票时，查理渐渐倾向费雪的理念。在他心里，为一家伟大的公司支付公平的价格，胜过为一家平庸的公司支付便宜的价格。

查理帮助巴菲特跨越深度价值投资理论，进而考虑购买高质量企业的鸿沟，这种思想的深刻转变，在伯克希尔收购喜诗糖果的故事中得以充分体现。

1921年，71岁的老太太玛丽在洛杉矶开了一家街头糖果店，出售自己亲手调制的巧克力。在她的儿子和合伙人的协力下，生意慢慢在加州南部和北部有了一些连锁店。历经1929年大危机、第二次世界大战时的食糖配给短缺、激烈的竞争，所有这些都没有改变公司的一个策略：绝不降低质量！

经过50年的发展，喜诗糖果成为西海岸最重要的糖果连锁店，玛丽的继承者希望开始别样人生的新阶段，不打算继续经营。在喜诗糖果工作了30多年的查克·哈金斯被授权寻找最佳买家，协助出售企业。他谈了几家，但还是没有定下来。

1971年末，一个蓝筹印花公司（那时伯克希尔已经是最大股东）的投资顾问建议买下喜诗糖果，出价是4000万美元，当时喜诗公司拥有1000万美元现金资产，所以净价为3000万美元。巴菲特仍然犹豫着，因为这个价格是净资产的三倍，根据格雷厄姆的理论，这个价格太高了。

查理说服巴菲特买下来，认为这看似高价实际上是个好交易。巴菲特出价2500万美元，成交！对于巴菲特来说，这是第一次对于格雷厄姆理论的重大突破，格雷厄姆的理论认为只能以低于账面价值的价格买入。这是巴菲特思想转变的开始，他感谢查理将他引领到了新的方向。查理后来评价说：“这是我们第一次为品质买单。”<sup>[11]</sup>十年之后，有人出价1.25亿美元想买喜诗糖果——5倍于1972年的买入价。巴菲特拒绝了。

巴菲特和芒格的合作如此长久的原因之一，是他们对于商业的通用原则都持有坚定的信念，都展示出必要的管理高品质企业的才能。伯克希尔-哈撒韦的股东们真有福气，有这样的合作伙伴守护他们的利益，并帮助他们在各种经济环境中赚钱。因为没有强制的退休政策，伯克希尔的股东们不是从一位伟大的投资家，而是两位投资家那里获益，超过35年。

## 多种知识的融合

1976年在格雷厄姆去世后不久，巴菲特成为格雷厄姆价值投资方法的代言人，的确，巴菲特的名字已经成为价值投资的代名词<sup>[12]</sup>。因为他是格雷厄姆最为著名的学生，巴菲特也在每一个场合感谢从格雷厄姆那里学到的知识。即便今天，巴菲特还是认为格雷厄姆对于他的投资生活的影响，仅次于他的父亲。<sup>[13]</sup>他甚至给长子取名为：霍华德·格雷厄姆·巴菲特。

然而，巴菲特对于华盛顿邮报（1973）、大都会/ABC（1986）、可口可乐（1988）、IBM（2011）的投资，其中所蕴含的内在逻辑如何用格雷厄姆的理论解释呢？这些公司没有一个能通过格雷厄姆严苛的财务考验，但巴菲特却大笔投资。

早在1965年，巴菲特就注意到格雷厄姆买低价股的策略的局限性。<sup>[14]</sup>他说，格雷厄姆愿意买的股票出价如此之低，以至于公司“打个嗝”就会让投资者抛出。巴菲特管这叫做“捡烟头”投资法，走在大街上，投资者看到地上有个烟头，就捡起来吸上最后一口，尽管味道不怎么样，但代价很低，所以看起来似乎物有所值。巴菲特说，要想让格雷厄姆的策略行之有效，必须有人愿意充当清算者。

巴菲特解释：比如一家资产1000万美元的公司，你付了800万买下，假如你能以资产价卖出，将是利润可观的。但是现实中，这可能需要十年时间去完成，导致你的回报甚至低于平均水平。“时间是好企业的朋友，”他说，“是平庸企业的敌人。”<sup>[15]</sup>除非能促成平庸企业的清盘，并且买入价和市场清算价之间有利可图，否则，随着时间的推移，投资的回报将与平

庸企业的表现一样。

从早期的投资失误中，巴菲特渐渐偏离格雷厄姆的理论，他曾经坦诚：“我在进化，并不是简单的从猿到人或从人退化到猿。”<sup>[16]</sup>相对于关注企业的价格，他开始注重企业的质量因素，但他仍然寻找廉价品。他说：“我的教训来自登普斯特轧机制造公司、三流的百货店（霍克希尔德·科恩），以及新英格兰纺织公司（伯克希尔-哈撒韦）。”<sup>[17]</sup>他引用凯恩斯的话，试图解释这个两难困境：“困难并不在于接受新观念，而在于摆脱旧观念。”巴菲特承认他的进化有些迟，因为格雷厄姆教给他的太有价值了。

1984年，在哥伦比亚大学庆祝《证券分析》一书问世50周年的庆祝会上，在大学生们面前，巴菲特说有一群成功投资家都感谢格雷厄姆，大家公认他是投资智慧来源的大家长。<sup>[18]</sup>格雷厄姆提出了安全边际理论，但每个学生都在此基础上发展出自己的方法，去确定企业的价值。然而无论有何变化，他们都有共同的主题：都是寻求企业价值与交易价格之差。那些对巴菲特购买可口可乐和IBM迷惑不解的人们，混淆了理论与方法论的区别。巴菲特的确运用了格雷厄姆的安全边际理论，却摒弃了格雷厄姆的方法论。根据巴菲特的说法，使用格雷厄姆方法论能获利的最后一次机会只出现在1973~1974年的熊市底部。

记住，即便是评估股票，格雷厄姆也不考虑企业的类型和管理层的能力，他的研究仅仅限于公司文件和年报。只要存在股价低于公司资产值而投资获利的数学可能，他就会买入。为了提高成功的可能性，他会尽可能多买。

如果格雷厄姆的教学仅限于这些，巴菲特今天不会如此看重他。但安全边际理论对于巴菲特如此深刻、如此重要，以至于其他的不足方面可以忽视。直至今今天，巴菲特依然坚持格雷厄姆的主要思想：安全边际。自他第一次读到格雷厄姆的书已经整整65年了，然而，巴菲特总是毫不迟疑地提醒每个人：“我依然认为这几个字非常正确。”<sup>[19]</sup> 巴菲特从格雷厄姆那里学到的最为重要的一课就是：成功的投资来源于，购买那些价格大大低于价值的股票。

除了安全边际（这是巴菲特的思考框架），格雷厄姆还帮助巴菲特认识了在股市中随波逐流的愚蠢。格雷厄姆认为，股票具有投资特性，也有投机特性，而投机特性是人们恐惧和贪婪的结果。这些存在于大多数投资者中的情绪使得股价不停变动，有时高于公司内在价值，更重要的是，有时低于公司内在价值。他教巴菲特如果能够避开这些股市中的情绪旋风，就有机会从其他投资者的非理性行为中受益，因为其他投资者是基于情绪买卖股票，而不是逻辑。

从格雷厄姆那里，巴菲特学会了独立思考。如果你是在脚踏实地的基础上得出合乎逻辑的结论，就不要因为别人的反对而耽于行动。格雷厄姆写道：“你的对与错不会因为别人的赞成或反对而改变，你正确是因为你的数据和推理均正确。”<sup>[20]</sup>

在很多方面，菲利普·费雪恰恰站在格雷厄姆的反面。费雪认为，为了做出正确的决策，投资者应该得到有关企业的充分信息，也就是调查企业



的方方面面，不仅仅是看财务数字，还要看企业本身、企业的类型、重大的影响因素、管理层的特性，因为管理层素质将影响企业的价值。同样，还需了解企业所处的整个行业情况，以及竞争对手的情况。每一个信息来源都值得深深挖掘。从费雪那里，巴菲特学到了沟通的价值，经过多年努力，巴菲特发展出广泛的人脉网络，有助于评估不同类型的企业。

最终，费雪教会了巴菲特对于投资多元化不必过于紧张。他认为“把鸡蛋放在不同的篮子里能降低风险”的观点是错误的。买了太多股票的风险源于，不可能看好每个篮子里的鸡蛋，投资者的风险来自于在不了解的企业上投入太多资金。以他的观点，在没有时间深入了解公司的情况下买入股票，所带来的风险更大。

格雷厄姆和费雪的不同是非常明显的。格雷厄姆作为一位数量分析师，强调可测量的数值：固定资产、当前盈利，以及分红。他的调查研究限于公司文件和年度报告，他不会花时间调查客户、竞争对手或管理层的情况。

费雪的方法与此不同，作为一位质量分析师，他强调那些他认为能提高公司价值的因素：公司前景、管理层的能力。

因此，格雷厄姆的兴趣仅仅在于购买便宜股票，费雪的兴趣在于购买那些长期而言，有潜力提高内在价值的公司。他愿意竭尽全力，进行广泛的沟通，了解更多信息以改进挑选流程。

在巴菲特读了费雪的《普通股和不普通的利润》之后，他找到了作

者。巴菲特说：“当我见到他的时候，他的人如同他的思想一样让人印象深刻，就像格雷厄姆一样，费雪为人谦逊，有丰富的精神世界，是一位非凡的老师。”格雷厄姆和费雪的投资路径虽然不同，但他们在“投资的世界里平行。”<sup>[21]</sup>换一种说法，如果不用平行这个词，我认为在巴菲特身上，他们的影响是交互的：他的投资方法是双方智慧的合成，既有对于管理层和企业的质量型理解（来自费雪），也有对于价格和价值的数量型理解（来自格雷厄姆）。

巴菲特曾经说：“我的方法15%来自费雪，85%来自格雷厄姆。”<sup>[22]</sup>这句话被广泛引用，但是请注意这是1969年说的话。时隔多年以后，巴菲特渐渐但明显地转到费雪的理念上，选择购买数量有限的企业，并持有多多年。我的直觉判断，如果今天有机会再做一次表述，巴菲特可能会承认他的方法50%来自格雷厄姆，50%来自费雪，二者平分秋色。

在现实的意义上，芒格是费雪质量理论的执行者。从一开始，芒格就拥有对于优质企业价值的直觉欣赏，以及应该支付合理价格的智慧。然而，在一个很重要的方面，芒格也是格雷厄姆今天的回音。早年，格雷厄姆对巴菲特说过情绪在投资中的双重性：对于非理性决策的人是错误，对于避免落入陷阱的人是机遇。通过阅读这段话，芒格接着推演，他称之为“误判心理学”，这个概念我们将在第6章深入分析。通过持续的强调，这成为伯克希尔决策中的组成部分，也是芒格最为重要的贡献之一。

综上，格雷厄姆给予了巴菲特投资的知识基础——安全边际，以及帮助他掌控情绪以利用市场的波动。费雪教会巴菲特更新的、可执行的方法

论，让他发现长期的优秀投资对象，以及集中的投资组合。芒格帮助巴菲特认识到购买并持有好企业带来的回报。当我们了解了巴菲特思想是这三个人的智慧的结合之后，对于他很多投资上看似令人迷惑的做法自然就有了答案。

笛卡尔说：“拥有好的心智并不足够，更重要的是如何好好运用。”运用之妙将巴菲特与他的同行区分开来，一些同辈人非常聪明、自律、专注，巴菲特之所以高于他们，是因为他具有整合三位智者的智慧，凝聚提炼成自己方法的能力。

[1] Adam Smith, *Supermoney* ( New York:Random House,1972 ) ,172.

[2] Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, 3rd ed. ( New York:McGraw-Hill,1951 ) ,38.

[3] Ibid..13.

[4] "Ben Graham:The Grandfather of Investment Value Is Still Concerned," *Institutional Investor*, April 1974.62.

[5] Philip Fisher. *Common Stocks and Uncommon Profits* ( New York:Harper&Brothers,1958 ) ,11.

[6] Philip Fisher, *Developing an Investment Philosophy*, Financial Analysts Research Foundation, Monograph Number 10, p.1.

[7] Fisher, *Common Stocks*, 13.

[8] Fisher, *Developing an Investment Philosophy*, 29.

[9] Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value:The Story of Warren Buffett* rev.ed.

( Birmingham,AL:AKPE,2000 ) ,89.

[10] Robert Hagstrom,Investing:The Last Liberal Art ( New York:Columbia University Press,2013 ) .

[11] Remarks made at the 1997 Berkshire Hathaway annual meeting;quoted in Janet Lowe's biography of Charlie Munger,Damn Right: ( New York:JohnWiley&Sons,2000 ) .

[12] Andrew Kilpatrick,Warren Buffett The Good Guy of Wall.Street ( New York:Donald I.Fine,1992 ) ,38.

[13] Robert Lenzner,"Warren Buffett's Idea of Heaven:'I Don't Have to Work with People I Don't Like,'"Forbes,October 18,1993,43.

[14] Berkshire Hathaway Annual Report,1989,21.

[15] Ibid.

[16] L.J.Davis,"Buffett Takes Stock,"New York TimesMazine,April 1,1990,61.

[17] Berkshire Hathaway Annual Report,1987,15.

[18] Warren Buffett,"The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,"Hermes,Fall 1984.

[19] Berkshire Hathaway Annual Report,1990,17.

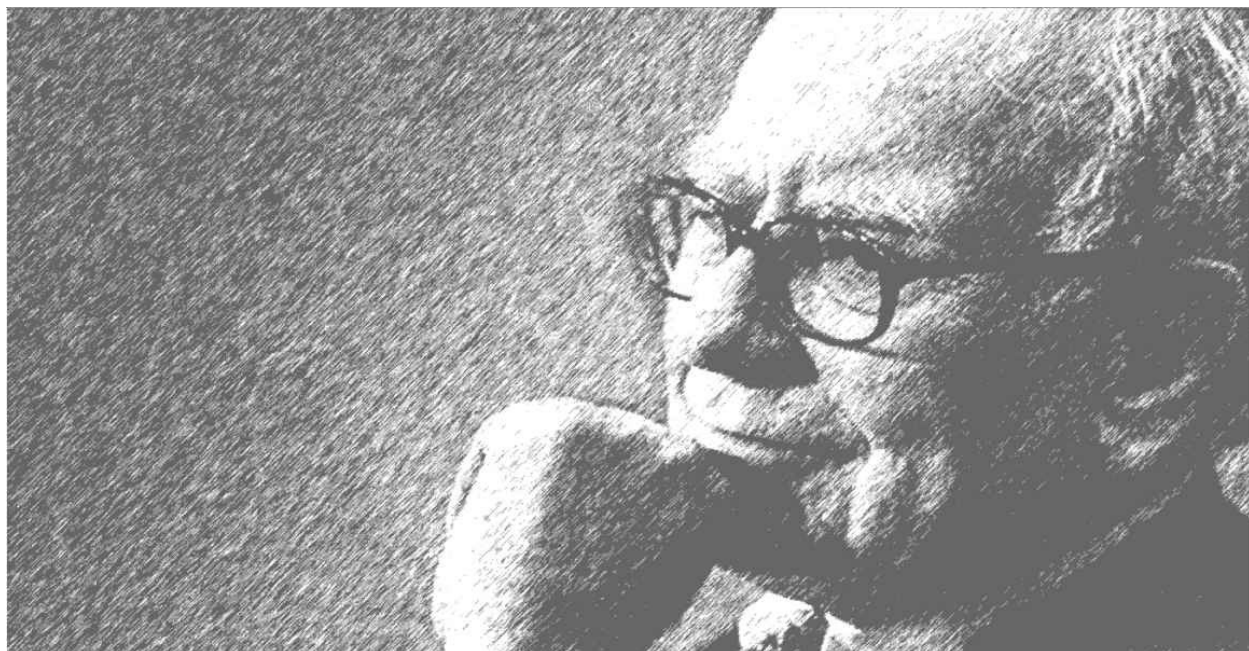
[20] Benjamin Graham,The Intelligent Investor,4th ed. ( New York:Harper&Row,1973 ) ,287.

[21] Warren Buffett,"What We Can Learn from Philip Fisher,"Forbes,October 19,1987,40.

[22] "The Money Men-How Omaha Beats Wall Street,"Forbes,November

1,1969.82.

### 第3章 购买企业的12个坚定准则



根据巴菲特的说法，买下整个企业和以购买股票的形式买一部分企业，实际上没有根本性的不同。二者之间，他倾向于直接拥有整个企业，因为这可以让他对企业最重要的事务拥有决定权，这个重要事务就是资本配置。仅仅购买企业的部分股票有个很大的不利，因为作为二级市场的小股东，你无法控制企业。但这个缺点被两个突出的优点抵消了，巴菲特解释说：第一，虽然不能控股，但是股市上可供选择的投资对象较之非上市公司多很多。第二，股市可以提供更多的发现便宜货的机会。无论在哪种案例中，巴菲特遵循同样的策略是不变的。他寻找那些能看懂的企业，有着长期的光明前景、诚实且能干的管理者，以及，最为重要的是具有吸引力的价格。

“投资时，”他说，“我们以企业分析师的眼光，而不是市场分析师的眼光，也不是宏观经济分析师的眼光，更不是股票分析师的眼光。”<sup>[1]</sup>这意味着，巴菲特首先是一个企业家，他审视企业的历史，用量化方式评估企业管理质量、财务状况及其购买价格。

如果时光倒流，回顾那些巴菲特曾经的交易，寻找其间的共性，可能会发现一系列基本原则或准则，这些指导了他的决策。我们将这些准则抽取出来，仔细观察，发现它们可以分为四大类：

- （1）企业准则——三个基本的企业特点。
- （2）管理准则——三个重要的高管质素。
- （3）财务准则——四个至关重要的财务标准。
- （4）市场准则——两项相关的成本指导。

并非所有的巴菲特投资案例都体现这12个准则，但总体上，这些准则构成了他股票投资方法的核心。

这12个准则同样也是巴菲特管理伯克希尔公司的原则，他希望每天走进公司时，会看到自己的公司也能达到同样的标准。

## 巴菲特投资方法12准则

### 企业准则



企业是否简单易懂？

企业是否有持续稳定的经营历史？

企业是否有良好的长期前景？

## 管理准则

管理层是否理性？

管理层对股东是否坦诚？

管理层能否抗拒惯性驱使？

## 财务准则

重视净资产回报率，而不是每股盈利。

计算真正的“股东盈余”。

寻找具有高利润率的企业。

每一美元的留存利润，至少创造一美元的市值。

## 市场准则

必须确定企业的市场价值。

相对于企业的市场价值，能否以折扣价格购买到？

## 企业准则

对巴菲特来说，股票是一个抽象概念。<sup>[2]</sup>谈及股票时，巴菲特不考虑市场理论、宏观概念、行业趋势，他仅仅基于一个企业运营状况如何，而做出投资与否的决策。他相信如果人们仅仅基于肤浅的概念，而不是对企业基本状况的了解而投资，一旦遇见麻烦，他们便会望风而逃，并极有可能在此过程中亏钱。然而，巴菲特会全面检视所有可能的情况，他关注如下三个方面：

企业应该简单易懂；

企业应该有持续稳定的运营历史；

企业应该有良好的长期远景。

## 简单易懂

在巴菲特的观点中，投资者的回报与他们是否懂得自己的投资有关。与以企业导向的投资者相比，那些打一枪换一个地方的炒股者有个显著的特点，这一类人经常买了又买。

多年以来，巴菲特拥有许多不同行业的公司，一些是全资或控股的，一些是参股的。但他对于所有的企业均有敏锐的观察，他了解旗下所有企业的营收、成本、现金流、劳资关系、价格弹性，以及资本配置的需求，他只选择那些在他智力范围内能够理解的企业。他的逻辑很有力，如果在

不完全了解的行业里拥有一家企业（无论全部还是部分），你很难准确解读它的发展或做出明智的决策。

投资成功并不是靠你懂多少，而是认清自己不懂多少。“在自己的能力圈内投资，”巴菲特建议，“这并不是圈子多大的问题，而是你如何定义圈子的问题。”<sup>[3]</sup>

## 持续稳定的经营历史

巴菲特不仅规避复杂，他还规避陷入麻烦的企业，甚至规避那些因发展失利而彻底转换方向的企业，经历重大变化的企业会增加犯错的可能。从他的经验看，最好的回报来自那些多年稳定经营提供同样产品或服务的公司。

“重大的变化很难伴随优秀的回报，”据巴菲特观察。<sup>[4]</sup>不幸的是，很多人的想法恰恰相反，因为一些无法解释的原因，投资者往往被迅速变化的行业或重组中的公司吸引，巴菲特说，投资者总是被明天发生什么所吸引，而忽视企业今天的真实情况。

巴菲特几乎从不关注热门股，只对那些他相信能够成功，并且长期盈利的企业感兴趣。尽管预测一家企业未来能否成功不那么简单，但企业一路走来的经营轨迹是相对可靠的。如果一家企业展示了持续稳定的经营历史，年复一年提供同样的产品和服务，推测其持续成功就是合理的。

对于现在正在解决难题的企业，巴菲特也是规避的。经验告诉他，转机很少发生。一个在合理价格上的好企业，比便宜价格的坏企业更有利可图。“查理和我不懂如何解决企业的麻烦，”巴菲特承认。“我们所学到的是如何规避它们。我们之所以成功，是因为我们专注于发现并跨越1英尺的跨栏，而不是我们拥有跨越7英尺栏的能力。”<sup>[5]</sup>

## 良好的长期前景

巴菲特将经济的世界分为不等的两部分：少数伟大的企业——他称之为特许经营权；多数平庸的企业——多数不值得购买。

他定义特许经营权企业的产品或服务：①被需要或渴望；②无可替代；③没有管制。这些特点令这类公司能保持售价，偶尔还能提高售价，却不用担心因此失去市场份额和销量。这种价格弹性是伟大企业的一个显著特点，它令企业能够获得超出平均的资本回报。

“我们喜欢那些能提供高投资回报率的股票，”巴菲特说，“它们存在一种可能性，就是可能继续保有这种优势。”<sup>[6]</sup>他接着说，“我看重它们的长期竞争优势，以及持久性。”<sup>[7]</sup>

无论从个体还是整体来看，这些伟大的企业都具有被巴菲特称为“护城河”的东西，“护城河”能给这些企业带来清晰的优势，防御其他入侵者。护城河越宽，可持续性就越强，他就越喜欢。“投资的关键，”他解释道，“是确定企业的竞争优势。那些具有宽阔持续的护城河的企业，它们的产品或

服务能给投资者提供回报。对我来说，最重要的事情是弄清楚护城河有多宽。我所喜欢的，当然是一个大城堡，而且它的周围有着宽大的护城河，里面游着食人鱼和鳄鱼。”<sup>[8]</sup>

最后，巴菲特告诉我们，他最简单的投资智慧是：“一个伟大企业的定义至少是伟大25~30年。”<sup>[9]</sup>

反之，一家平庸企业提供的产品实质上是普通型商品，无法与其他竞争者的产品区分开来。以前，普通型商品包括石油、天然气、化学品、铜、木材、小麦、橙汁。今天，电脑、汽车、航空服务、银行和保险也成为普通型产品或服务。尽管有巨大的广告预算，但它们并未形成有意义的产品差异性。

通常，普通商品型企业是低回报企业，“会遇到利润的麻烦。”<sup>[10]</sup> 它们的产品与其他竞争对手无甚区别，这样它们只能在价格上进行竞争，这样当然损害利润。最可靠的令普通商品型企业赚钱的方法，是成为低成本供给者。这类企业能健康赚钱的唯一时机，是供给短缺的时期，但这一因素极难预测。巴菲特注意到，预测一家普通商品型企业长期利润的关键在于，关注“供给紧张对于供给充足的比率年头。”然而，这个比率经常是不完整的。他说：“相比之下，我喜欢的，是那种我明白的、可以持续的经济力量。”<sup>[11]</sup>

## 管理准则

当考虑一项新投资或企业并购，巴菲特非常自信地观察管理层。他告诉我们，伯克希尔购买的企业，必须由他欣赏、信任和具有竞争力的管理层来管理。“道不同，不相为谋。”他说，“无论企业具有多么诱人的前景，与坏人打交道做成一笔好生意，我们从来没有遇见过。”<sup>[12]</sup>

如果发现值得敬佩的管理层，巴菲特从不吝啬赞美之词。年复一年，在伯克希尔年报中董事长致辞的部分，读者总能看到巴菲特对于旗下各个企业管理者的赞誉。

当他考虑一只股票时，他会尽可能多地考察公司的管理层。他特别看重如下三点：

- （1）管理层是否理性？
- （2）管理层对股东是否坦诚？
- （3）管理层能否抗拒惯性驱使？

巴菲特所给予的最高评价，是管理层像公司的主人一样行为和思考。一个从所有者角度出发的管理层，不会忽视公司的主要目标：提升股东价值。并且他们会做出理性的决策以达成这一目标。巴菲特也高度赞扬那些负责、坦诚和充分报告股东的管理层，以及那些有勇气拒绝他所谓的惯性驱使的管理层，他们不盲从同行。

理性

配置公司资本的能力，是管理层最为重要的能力，因为长期而言，这将决定股东的价值。决定如何处理公司盈利，是继续留在企业内投资，还是分给股东，在巴菲特心中，这是逻辑和理性的练习。“巴菲特认为理性是他管理的伯克希尔的品质，同时是其他公司所缺少的。”《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯写道。 [13]

企业如何配置盈余与企业发展周期有关，一个企业发展的不同周期阶段中，它的成长率、销售、盈利、现金流都有巨大变化。在发展阶段，企业会因为研发产品、建立市场而亏损，在接下来的阶段，企业迅速成长而盈利，但成长太快需要支撑，通常它不但保留所有的盈利，而且需要借贷或发行股权去支持成长。在第三阶段——成熟阶段，成长率慢下来，企业产生的盈利现金多过其发展和运营成本所需。最后的阶段——下滑，企业销售和盈利下滑，但仍然能产生额外的现金。在第三和第四阶段，尤其在第三阶段，问题来了：如何配置这些现金？

如果额外的现金被保留在企业内部，能产生高于平均的资产回报率，高于资金的成本，那企业应该保留所有现金进行再投资，这是符合逻辑的。如果保留的现金投资于那些低于平均回报的项目，则是非理性的，但这种现象却很常见。

通常，那些不断投资于低回报项目的管理层认为这种情况是暂时的，他们相信仅凭管理就可以令企业增加盈利。股东们往往被管理层这种改进的预期催眠，如果企业持续漠视这个问题，低效率地使用现金，股价肯定会下跌。



如果一个企业运营效率低下，现金使用不当，股价低迷，将会引起股市上企业狙击手的关注，这将敲响现有管理层的丧钟。为了自保，管理层经常做出第二个选择：通过并购其他公司购买成长。

宣布一个并购计划具有提振投资者信心，同时阻吓狙击者的效果。然而，巴菲特对于购买成长是持有怀疑态度的。一个原因是购买成长的价格过高。另一个原因是，整合和管理一家新企业很容易犯错，而巨大的代价将由股东支付。

巴菲特认为，对于企业增长的盈利，如果不能投资于超越平均回报率的项目，唯一合理和负责任的做法就是分给股东。具体做法有两种：①分红，或提高分红；②回购股票。

股东们拿到分红的现金，可以寻找更高回报的标的。外部看来，这也是个利好，因为很多投资者会将提高分红视为一家企业运作优良的体现。巴菲特相信，投资者得到现金分红好过企业留存盈利并进行低效率的再投资。

如果没有弄懂分红的真实价值，那么第二个方法——回购股票，也是有效的好方法，虽然在很多方面，它的效果是间接、无形的，不会立竿见影。

回购股票时，巴菲特认为回报是两方面的。如果股价低于其内在价值，回购显然是有利的。如果公司股价是50美元而内在价值是100美元，这

意味着每一次回购都是用1美元付出得到2美元的内在价值。这种交易对于留下的股东是件大好事。

此外，巴菲特说，当管理层在市场上积极回购股份时，这表明他们在心中将自己视为公司的主人，而不是漠视其扩张。这种姿态会向市场传递积极信号，吸引那些寻找优秀管理企业的投资，从而提高股东财富。通常，股东会有双重回报——一个来自IPO（新股发行），一个是其后正面的股价影响。

## 坦诚

巴菲特高度赞扬那些能全面、真实反映公司财务状况的管理层，他们承认错误，也分享成功，对于股东他们开诚布公。他尤其尊重那些充分沟通的管理层，他们从不掩饰GAAP（通用会计准则）之下的东西。

“需要报告的是数据，”巴菲特说，“无论是会计报表之内还是之外，或者额外的准则，总之，它能帮助读者回答三个问题：①公司的大致估值？②公司有多大可能性达到未来目标？③鉴于过去的表现，管理层干得如何？”<sup>[14]</sup>

巴菲特还称赞那些有勇气公开讨论失败的管理层。每个公司都会犯错，不管是大的或小的。他认为，太多管理层爱夸大其词，而不是诚实沟通，他们为了自己的短期利益而损坏了大家的长期利益。

他直言不讳地指出，很多年报是虚假的。而在伯克希尔的年报里，巴菲特开诚布公地讨论财务状况和管理表现，无论好坏。这些年来，巴菲特承认在纺织业和保险业遭遇的困难，以及他自己的管理失误。在1989年伯克希尔的年报中，他开篇就列出了犯过的错误，称为“头二十年的错误”。两年之后，标题改为“大话失误”。文中，巴菲特不但坦白错误，而且谈及那些因没有采取适当行动而错过的机会。

评论家们发现巴菲特从不避讳公开承认错误，因为他个人在公司持有大量股份，所以他不用担心被解雇。的确是这样。通过树立率真的形象，巴菲特已经悄悄地创造了一种报告管理的新方法。因为巴菲特相信，坦率的品质会令管理层至少与股东一样受益。他说：“在公众场合误导他人的CEO，私底下也会误导自己。”<sup>[15]</sup>这一点巴菲特归功于芒格，是芒格让他懂得了，学习他人的失败教训也具有价值，而不仅仅是学习他人的成功。

## 惯性驱使

如果管理层面对失误可以获得智慧和信任，为什么还有那么多年报只是鼓吹成功？如果资本配置的逻辑如此简单，为什么还有那么多资本被胡乱分配？据巴菲特观察，答案是有种看不见的力量使然，这种力量就是“惯性”。公司管理层通常具有一种旅鼠般的、模仿他人的倾向，即使是愚蠢或不理性的行为。

学生们在学校里被教育说，有经验的管理层诚实、有智慧，能做出理

性的商业决策。但当他们进入现实的世界，会吃惊地发现，“当惯性驱使来临时，理性经常枯萎。”<sup>[16]</sup>

巴菲特相信惯性驱使来自几种令人不安的情况：“一，（组织机构）拒绝改变当前的方向；二，闲不住，仅仅为了填满时间，通过新项目或并购消化手中的现金；三，满足领导者的愿望，无论其多么愚蠢，下属都会准备好新项目的可行性报告；四，同行的行为，同行们是否扩张、收购、制定管理层薪酬计划等，都会引起没头脑的模仿。”<sup>[17]</sup>

巴菲特很早就学到了这一课。1967年伯克希尔收购了国民赔偿保险公司，它的头儿杰克·林沃尔特做了个看似倔强的举动。当大多数保险公司销售那些低回报，甚至可能是亏损的产品——定期保证保单时，林沃尔特决定避开这个市场，拒绝销售新的保单。巴菲特意识到林沃尔特的决策是明智的，今天，伯克希尔旗下的所有保险公司仍然遵循一个原则：正确与否并不仅仅因为大家都这么做。

到底是什么原因导致这种惯性驱使？答案是：人性。大多数管理者不愿意看起来太愚蠢，例如，如果你报出的是季度亏损，而同行们报出季度盈利，这是不是看起来太突兀了，即使大家都像没头脑的旅鼠，不停行军直至集体入海自戕，如果你不跟着大家一起，好像还是很令人尴尬。

做出非常规的决策或转换方向是非常不容易的。如果一个策略能产生长期的良好回报，一个具有良好沟通能力的管理者，应该能够说服股东们接受短期的亏损，并促成公司转型。无力抗拒惯性驱使，常常因为公司股

东不愿接受基本面变化的事实。即便管理者认为公司需要改造，计划实施仍然很困难。因此，很多人宁愿购买新的公司，也不愿直面现有的问题。

他们为什么要这么做？巴菲特列出了三个最有影响的因素：

（1）大多数管理者无法控制自己做事的欲望。这种多动症在商业活动中，经常以收购作为宣泄出口。

（2）大多数管理者不停地与同业，甚至不同行业的企业，比较销售额、利润、管理层薪酬计划，这也导致公司的多动症。

（3）大多数管理者容易高估自己的能力，就是搞不清楚自己到底能吃几碗干饭。

另一常见的问题是糟糕的资本配置水平。CEO们经常在公司内越俎代庖，将手伸到行政、工程、市场或生产等部门，他们在资本配置方面经验非常有限，却越过专业人员、咨询顾问或投行专家，不可避免地导致决策过程的惯性驱使。巴菲特指出，如果一位CEO想收购一个具有15%投资回报率的项目，其部下回呈的可行性报告一定会成功地论证该项目的回报率为15.1%。

惯性驱使的最后一个原因是盲目模仿。D公司的CEO对自己说：“如果A公司、B公司、C公司都在做同样的事情，那一定是正确的。”

巴菲特指出，他们的失败，不是因为受贿或愚蠢，而是因为迫切的惯性使得注定的行为难以抗拒。在一群学生面前，巴菲特展示了37个失败的

投资银行，它们都有一些擅长的优势，他在那些优势之处打上勾，这些公司都由勤奋的人领导，他们都具有高智商，都具有强烈的进取心，但他们都失败了。他严肃地问：“你们想想，他们为什么会得到失败的下场？让我来告诉你们——原因就是对他人的盲目模仿。”<sup>[18]</sup>

## 管理层测试

巴菲特是第一个用这些尺度评估管理层的人——理性、坦率、独立思考——这些比评估财务指标还难，原因很简单，人比数字复杂得多。

的确，有很多分析师相信由于评估人类的行为更模糊和不精确，我们没有任何信心对管理进行估值，因此是无用的。另一些人认为管理层的估值，已经完全通过公司的表现反映出来——包括销售、利润率、净资产回报率——没有必要进行其他评估了。

两方的意见都有其合理性，但我的观点是，两个都没有颠覆原本的前提。花时间评估管理层的原因，是它能发出早期预警。如果你能仔细观察管理层的言行，你会早于公司财报和股票行情，估算出公司团队的价值，发现线索。这样做耗时耗力，很多人懒得做，但因此他们损失，而你受益。

如何获得更多的信息，巴菲特提供了一些小窍门：回顾过去几年的年报，尤其是仔细阅读公司管理层言及未来的策略。然后，比照今天的结果，看看原来的计划实现了多少？比照公司过去的策略和今天的策略，看

看有何不同？看看他们的思想如何变化？巴菲特也建议将公司年报与同行其他公司年报比较。即使两家公司并不完全相同，但相关的比照总能有所启发。

值得指出的是，管理层质量本身并不足以吸引巴菲特的兴趣。无论多么印象深刻的管理层，巴菲特都不会将其作为唯一的考虑因素，因为他知道有一点更为重要，就是即便再聪明、再能干的管理层也难以拯救一个陷入困境的公司。巴菲特有幸与全美最优秀的管理者共事，包括大都会/ABC的汤姆·墨菲和丹·伯克、可口可乐的罗伯托·戈伊苏埃塔和唐纳德·基奥、富国银行的卡尔·赖卡特。然后，他迅速指出：“如果你将这些人放在制造马鞭的公司里，公司绝不会有太多改变。<sup>[19]</sup>即使是派最优秀的管理者去拯救一个状况欠佳的坏企业，这个企业也难以起死回生。”<sup>[20]</sup>

## 财务准则

巴菲特用来衡量管理水平和财务表现的准则，根植于一些典型的巴菲特式原则。例如，他注意到公司的利润并不像行星围绕太阳运行般准确，所以不太看重某个单年度表现，取而代之的，他看重五年的平均表现。对于采用会计戏法，产生令人印象深刻的年终数字、粉饰业绩的做法也往往让他失去耐心。他采用的原则如下：

- （1）重视净资产回报率，而不是每股盈利；
- （2）计算真正的“股东盈余”；



(3) 寻找高利润率的企业；

(4) 企业每留存一美元，必须至少产生一美元的市值。

## 净资产回报率

习惯而言，分析师们通常以每股盈利（EPS）来衡量一个公司的年度表现。是否过去一年EPS有所上升？是否超越预期？是否高到可以吹牛？

巴菲特将EPS视为一个过滤嘴，因为大多数公司都会留存上一年度的部分公司盈余，这样公司净资产就增大了，没有必要为增加的EPS兴奋。比如一家公司的留存利润增厚了公司10%的净资产，然后其EPS也提升了10%，这有什么好骄傲的？他解释说，这样做与将银行存款产生的利息转存起来，再产生利息没有什么两样。衡量公司的年度表现，巴菲特倾向于使用净资产回报率这个指标——就是盈利除以股东权益。

使用这个指标，我们需要做一些调整。

首先，所持有的证券以成本计算而不是以市价计算，因为在特定的企业里，市值作为整体，可能对于股东权益回报有着重大的影响。例如，某年股市大涨特涨，如果以市价入账，一个企业的净值就会大升，持股市值上涨会增大分母，从而掩盖杰出公司的运营。反之，股市大跌会减少股东权益，这会显得平庸的运营看起来也不错。

其次，我们要剔除非经常性项目影响这个比率的分子。巴菲特会排除

所有资本损益，以及那些可能提高或降低运营盈利的非经常性项目，他会剔除这些特别的年度表现，因为他想知道真正使用资本创造的回报到底如何。他说，这是判断管理层财务表现的最好的单一指标。

此外，巴菲特相信，一个好企业应该在没有负债或极少负债的情况下，也能产生良好的回报。他知道有些企业通过提高资产负债率，来提高净资产回报率，但他不喜欢，“好的企业或好的投资，应该在没有财务杠杆的情况下，也能产生令人满意的回报。”<sup>[21]</sup> 他说。此外，高杠杆企业在经济放缓之时，往往很脆弱。巴菲特宁愿在财务质量上犯错，也不愿意拿伯克希尔股东的利益去冒高负债的险。

尽管态度保守，巴菲特对于债务却没有恐惧症。实际上，他宁愿在不急于用钱时准备好资金，而不是临时急急忙忙到处举债。他注意到，如果进行有利可图的收购时，正好有相应的资金可用，那将是完美时刻，但经验显示现实情况往往相反。便宜的资金会迫使资产价格升高，紧缩的银根和高利率提升负债的成本，也令资产价格走低。在诱人的价格出现时，资金的高成本（高利率）会降低机会的吸引力。出于这个原因，巴菲特说，公司应该分开管理资产和负债。

这种先借后用的哲学会有损短期利益，不过，只有未来投资回报能覆盖负债成本时，巴菲特才会这么干。这其中还有一个考虑，因为诱人的商业机会并不经常出现，巴菲特打算时刻做好准备，他说：“如果你想射中罕见的、快速移动的大象，你必须时刻带着猎枪。”<sup>[22]</sup>

巴菲特没有特别说明什么样的负债水平对于一个企业合适或不合适，这很容易理解：不同的企业会有不同的负债水平，需要根据它们各自的现金流状况。巴菲特明确的是，一家优秀的企业应该在没有负债的情况下，也能创造良好的回报。那些依靠高杠杆负债而产生高回报的企业令人担心。

## 股东盈余

“首先需要明白，”巴菲特说，“并非所有的盈利都是平等创造的。”<sup>[23]</sup>相对于利润而言，重资产型企业财报中所提供的利润指标常常是虚的，因为这类企业会被通货膨胀悄悄侵蚀，它们的盈利就像海市蜃楼一般并不真实。因此，只有分析师们能估算出公司预期的现金流，会计盈余才有意义。

但是，巴菲特警告，现金流也不是一个完美的评估价值的工具。实际上，它经常误导投资者。对于评估初期需要大量投资而后期支出少的企业类型，例如房地产开发、气田、电缆公司等，现金流是个合适的评估方法。另一些行业，例如要求持续资本支出的制造业，则不能用现金流指标来准确估值。

一家公司的现金流习惯上被定义为税后净利润，加上折旧、损耗、摊销，以及其他非现金费用。巴菲特解释说，这个定义的问题在于，它遗漏了一个重要的事实：资本支出。一家公司需要将多少当年利润再投入新设

备、工厂改进，才能维持其市场竞争地位？根据巴菲特的观察，绝大多数美国公司的资本支出几乎等同于它们的折旧。他说，你可以将资本支出递延一年或更久，但长期而言，如果你不进行资本支出，公司竞争力将下滑。这些资本支出就像人工费用和水电成本一样不可或缺。

现金流数字在杠杆收购盛行的时代极受重视，因为有人愿意基于公司的现金流估算，支付高昂的收购价格。巴菲特相信，现金流的数字“经常被资本市场中，那些倒买倒卖企业的PE投行们所使用，他们用这个指标判断那些无法判断的对象，买那些卖不出去的东西。当盈利不足以覆盖一个垃圾债券的利率，或不足以推高估值的时候，使用现金流是最方便的。”<sup>[24]</sup>但巴菲特警告，你不能仅仅关注现金流，除非你愿意减去必要的资本支出项目。

相对于现金流，巴菲特更喜欢使用“股东盈余”——一家公司的净利润，加上折旧、损耗、摊销，减去资本支出和其他必需的营运资本。但巴菲特承认，股东盈余这项指标无法提供很多分析师需要的精确数字。计算未来的资本支出经常只能预估，他引用凯恩斯的名言：“宁要模糊的正确，不要精确的错误。”

## 利润率

像菲利普·费雪一样，巴菲特注意到，如果管理层不能通过销售产生利润，伟大的企业也会变成糟糕的投资。提升盈利能力并没有什么大秘密：

就是控制成本。根据他的经验，高成本运作的经理人会继续增加开销，而低成本运作的经理人总会发现节俭之道。

对于那些允许成本升高的经理人，巴菲特没有耐心。这样的经理人经常会启动重组计划，令成本追随销售同步上升。每次看到一家公司宣布削减成本的计划时，他都知道管理层并未弄清对于公司股东而言，削减成本意味着什么。“真正优秀的经理人不会在早上醒来说：我今天要削减成本。就像他醒来后不会专门想着需要呼吸一样。”巴菲特如是说。<sup>[25]</sup>

巴菲特列出与他共事的那些最优秀的管理者，包括富国银行的卡尔·赖卡特和保罗·黑曾，大都会公司的汤姆·墨菲和丹·伯克，他们总是大力削减不必要的开支。这两个管理团队“痛恨乱花钱”，即便在利润屡创新高的高情况下，他们仍然大力遏制成本就像过紧日子一样。<sup>[26]</sup>

巴菲特自己在控制成本方面也身体力行，他懂得任何企业的员工规模与每一美元销售的对应关系都存在着一个合适的成本比例。对于伯克希尔的利润率，他非常敏感。

伯克希尔-哈撒韦是个独一无二的公司，它没有法务部门，也没有公共关系部门或投资者关系部门，没有MBA员工组成的进行收购兼并的策略规划部门，伯克希尔的税后成本不到营运利润的1%。大多数同等规模的公司该指标比伯克希尔高出10倍。

## 一美元前提

宽泛而言，股市回答了一个基本问题：一家公司价值几何？巴菲特相信，一个长期前景优良、拥有为股东着想的管理层的公司，将会提升公司的市场价值。巴菲特认为，这同样适用于留存盈余。如果一家公司长期低效率地使用留存盈余，最终市场肯定会压低股价。反之，如果公司能善用留存资金，产生超越平均水平的回报，这种成功将迟早反映为股价的上升。

然而，我们也知道，尽管就长期而言，股票市场将反映企业的合理价值，但在特定的年份，股价却可能因某些原因上下波动背离其价值。针对这一问题，巴菲特创造了一个指标，不仅可以迅速测试出公司的吸引力，而且能衡量公司管理层为股东创造价值的成果。这个指标就是“一美元原则”，该原则认为，公司每留存一美元的利润，至少应该创造一美元的市场价值。如果市值的提升超过留存的数字，就更好了。总之，巴菲特总结到：“股市是个巨大的拍卖场，我们的工作就是挑选出那些优秀的企业，它们每保留的一美元最终都会创造出至少一美元的市场价值。”<sup>[27]</sup>

## 市场准则

巴菲特所有投资原则中都蕴含着一个关键点：买还是不买。任何人面临这点都有两个考虑因素：这家公司有价值么？现在是买的好时机吗？也就是现在的价格好吗？

在投资中，价格和价值是一对永远绕不开的话题。价格在股市交易中

被标出，价值是在分析师们权衡企业所有已知信息后给出的决定，包括模式、管理、财务特点等各类信息。价格和价值不一定相等。如果股市总是有效的，价格将瞬间反映、消化所有的信息。当然，我们知道现实情况不是这样的，至少市场并不总是有效。价格总是由于各种原因围绕价值上下波动，并非总有逻辑性可言。

理论上说，投资者的行为被价格和价值差所决定。如果价格低于其价值，一个理性的投资者会买入股票。反之，如果价格高于价值，投资者将卖出。因为公司有其发展周期，分析师们会定期重估其价值与市场价格之间的关系，相应地决定买、卖或持有。

综上，理性投资有两个要素：

（1）什么是企业价值？

（2）相对于企业价值，能否以较大的折扣价格买入？

## 确定价值

多年以来，金融分析师们使用过很多公式计算一个公司的内在价值。一些人喜欢快速简单的方法：低市盈率、低市净率和高分红率。但根据巴菲特的观点，最好的系统描述是约翰·伯尔·威廉斯70年前的定义，在《投资价值理论》一书中，他的定义是：“一个公司的价值决定于在其生存期间，预期产生的所有现金流，在一个合理的利率上的折现。”巴菲特解释



说：“这样的话，无论是马鞭制造商，还是手机运营商（尽管性质各异），所有企业在经济层面都是一样的。”<sup>[28]</sup>

巴菲特指出这个方法的使用，非常类似于债券的估值过程。债券通常具有明确的票面利息和到期日，人们可以清楚地知道，它在到期日之前产生的现金流。如果你将所有收到的票息加在一起，然后除以一个合适的贴现率，就会得到债券的当前价格。要确定一个企业的价值，分析者只要估计公司未来的股东盈余现金流，并用合适的利率进行贴现，即可得到其现在的价值（现值）。

对于巴菲特而言，确定企业的价值很简单，只要你能确定两个变量：①现金流；②合适的贴现率。在他心里，对于一个企业未来现金流的预测，就像考虑债券票息一样的确定。如果一个企业的业务简单易懂，并且拥有持续的盈利能力，巴菲特就能以较高的确定性预测其未来的现金流。如果不能，他就会放弃。这正是他的行为方法与众不同之处。

在确定企业未来的现金流之后，他会运用他认为合适的利率作为贴现率。当得知他只使用美国政府长期国债的利率作为贴现率时，很多人感到吃惊，而实际上，这恰恰最接近人们常常谈到的“无风险收益率”。

学院派人士认为，合适的贴现率应该是无风险收益率（长期债券利率），加上一个权益风险溢价，这个溢价用于反映企业未来现金流的不确定性。但是，正如我们接下来看到的，巴菲特拒绝了“权益风险溢价”这个概念，因为这是资本资产定价模型（CAPM）的人造品，就是说，用价格

的波动去衡量风险。简而言之，股价的波动性越大，股票风险溢价越大。

但巴菲特认为，用价格波动作为衡量风险的方法完全是一派胡言。他认为，如果公司拥有持续的、可预测的盈利，那么企业风险即便不是消除了，也是减少了。他说：“我很看重确定性，如果你能做到这一点，那么风险因素将对你不起作用。风险来自于你不知道自己在做什么。”<sup>[29]</sup>当然，一个企业未来现金流的预估，不可能像债券以合同形式规定的那样明确，但比起因为股市的上下波动而加上几个点的风险溢价，巴菲特仅仅使用“无风险收益率”作为衡量手段方便多了。如果你对于忽略“风险溢价”感到不舒服，你可以在买入时加大安全边际作为补偿。

最后，有那么几次，长期利率异常低下。遇到这种情况，巴菲特会谨慎，并在无风险收益率上加上几个点，以反映更为正常的利率环境。

尽管巴菲特多次说明，批评家们仍然认为预测未来现金流基本上是胡扯，而选择合适的贴现率，也会在估值上造成巨大的错误空间。这些评论家们用简易快速的方式去确定价值。一些所谓的“价值型投资者”使用低市盈率（PE）、低市净率、高分红等指标逆向推理，然后得出结论，他们应用这些会计指标寻找、购买满足条件的公司，进而取得成功。另一些人则声称，通过寻求具有超越平均盈利水平的成长型公司来成功，他们被称为“成长型投资者”，典型的成长型股票具有高市盈率、低分红的特点，这与价值型完全相反。

那些寻求购买价值的投资者经常面临在“价值”与“成长”之间的抉择。

巴菲特承认，多年以前，他也参与了这场拔河游戏。如今，他认为这场学院派争执毫无意义，成长和价值在某处是交汇在一起的。价值是未来现金折现后的现值；成长是为了确定价值的计算。

营业收入、盈利、资产的成长性变化可以增加或减少投资的价值。当投资资本产生高于平均水平的回报时，成长能增加价值。由此推论，当一美元投资到公司里，至少应该有一美元的市值被创造出来。反之，如果企业的效率低下，就会损害股东利益。航空公司就是一个这样的例子，在取得惊人成长的同时，却不能为股东提供像样的回报，这令多数航空公司的投资人尴尬多年。

无论如何计算市盈率、市净率、股息率，所有沉迷于短线的赚钱方法终将失败于短线。巴菲特总结道：“无论一个投资者基于什么估值、什么原则买股票，无论公司成长与否，无论盈利呈现出怎样的波动或平滑，无论相对其当前盈利、账面值而言的价格是高是低，投资者应该买入的是，以现金流贴现方法计算后，最便宜的股票（越便宜越好）。”<sup>[30]</sup>

## 低价买入

巴菲特注意到仅仅专注于优秀的企业——业务简明易懂、运营良好、有心系股东的管理层——并不足以保证成功。首先，你必须买在合理的价格，然后，公司的表现如预期一样。他指出，如果我们犯错，可能是因为：①我们支付的价格；②管理层；③企业未来的经营状况。第三类的错

误估算最为常见。

巴菲特所关注的，不仅仅是公司拥有超越平均水平的资本回报率，还包括能否以低于其内在价值的价格买到。格雷厄姆教他懂得了价格与价值之间存在的安全边际。

安全边际理论从两个方面帮助了巴菲特。首先，为股价下跌提供了保护。如果他算出股价仅仅略微高于内在价值，他是不会买的。因为这种情况下只要公司未来的现金流比他预估的稍微下滑，股价就可能下跌，以至于低于其买入价。反之，如果内在价值与股票价格之间的安全边际足够大，风险就小很多。例如，巴菲特以低于内在价值25%的价格购买了股票，而之后企业价值意外地减少了10%，他的原始买入价仍然可以产生足够的回报。（因为这个安全垫足够厚。）

安全边际也可以提供超级回报的机会。如果巴菲特准确地看出，一家公司拥有超越平均水平的资产回报率，长期而言，其价值就会增加，相应地股价也会反映出来。一个拥有15%净资产回报率的公司，长期而言，其股价表现一定会优于一个10%的公司。此外，巴菲特运用安全边际理论，可以折扣价买到杰出的公司，然后，当市场纠正其错误，回归正常之时，伯克希尔将大获其利。巴菲特说：“市场就像上帝一样，帮助那些自助的人；但和上帝不同之处在于，市场不会原谅那些不知道自己在干什么的人。”<sup>[31]</sup>

## 长期股价的剖析

喜欢视觉阅读的读者，请参考图3-1，它显示了巴菲特投资方法的构成关键。

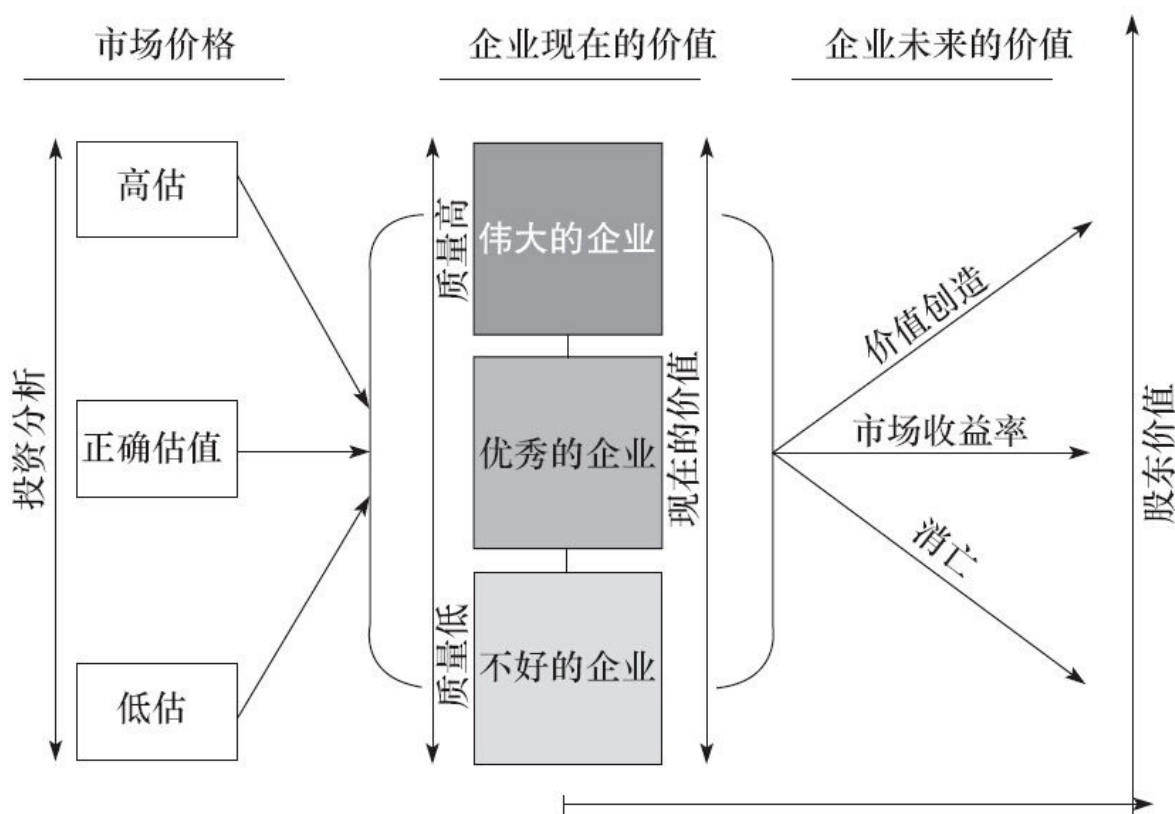


图3-1 长期股权剖析

一个伟大企业（中心柱），随着时间（横轴）的推移，其股东价值（纵轴）将会提升。这张图告诉我们，只要以合适的价格购买，并选择优质的管理层。如果他们的水平高于市场平均，就能避免企业垮掉，最终提升公司价值。

为了见证这些准则的实施，请参考第4章的案例分析。

## 聪明的投资者

巴菲特投资哲学最为显著的一点，就是清楚地知道，投资是通过拥有股票而拥有企业，而不仅仅是纸片。他说，购买股票却不考虑公司状况——包括产品和服务、存货、运营资本需求、资本再投资需求（例如工厂和设备）、原材料成本以及劳资关系等，这是不合理的。在《聪明的投资者》一书中，本杰明·格雷厄姆写道：“投资是件最需智慧的事情，就像运营企业一样。”巴菲特说：“这句话道出了投资的真谛。”

投资者可以选择自己的身份：他们既可以企业所有者身份去行动，也可以像玩游戏一样去炒股票，或其他反正不是从企业主人角度出发的身份。

那些认为股票仅仅是一片纸，而与公司财务状况毫无联系的持股者，会认为千变万化的股价更能反映公司价值，而不是企业的资产负债表、损益表。他们买进、卖出股票就像打牌一样。巴菲特认为这是愚昧的做法，他认为，拥有整个企业与拥有一部分，对待的心理应该是一样的。巴菲特坦诚：“我是一个好的投资者，因为我是一个企业家；我是一个好的企业家，因为我是一个投资者。”<sup>[32]</sup>

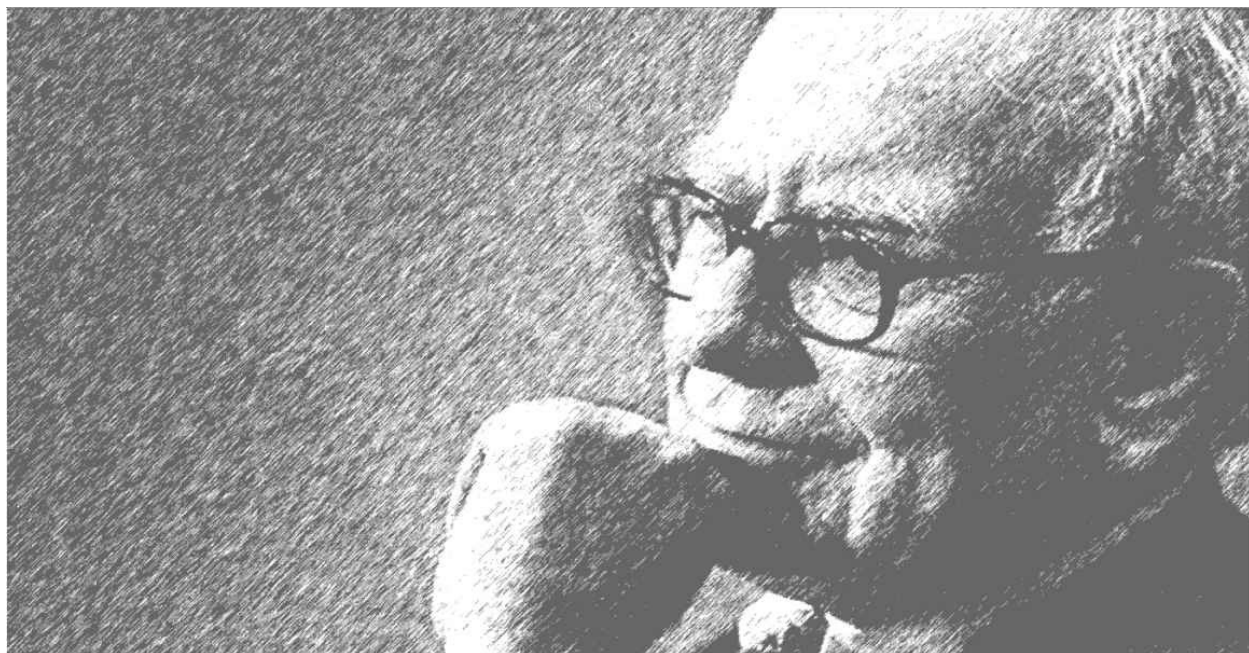
巴菲特经常被问到未来他会购买什么类型的企业。首先，他说，避免普通商品型企业以及他没有信心的管理层。他会购买那些他了解的、具有良好经济状况、管理层值得信赖的企业。“一个好企业不一定是好的投资对象，”他说，“可以关注，但还需要考虑其他一些因素。”<sup>[33]</sup>

- [1] Berkshire Hathaway Annual Report,1987,14.
- [2] Robert Lenzner,"Warren Buffett's Idea of Heaven:'I Don't Have to Work with People I Don't Like,'"Forbes,October 18,1993.
- [3] Fortune,November 29,1993,p.11.
- [4] Berkshire Hathaway Annual Report,1987,7.
- [5] Berkshire Hathaway Annual Report,1989,22.
- [6] Berkshire Hathaway 1995 annual meeting,as quoted in Andrew Kilpatrick,Of Permanent Value:The Story of Warren Buffett,rev.ed. ( Birmingham,AL:AKPE.2004 ) ,1356
- [7] St.Petersburg Times, ( December 15,1999 ) ,quoted in Kilpatrick,Of Permanent Value ( 2004 ) ,1356.
- [8] Fortune, ( November 22,1999 ) ,quoted in Kilpatrick,Of Permanent Value ( 2004 ) ,1356.
- [9] Berkshire Hathaway 1996 annual meeting,Kilpatrick ( 2004 ) ,1344.
- [10] Berkshire Hathaway Annual Report,1982,57.
- [11] Lenzner,"Warren Buffett's Idea of Heaven.
- [12] Berkshire Hathaway Annual Report,1989.
- [13] Carol Loomis,"The Inside Story of Warren Buffett."Fortune.April 11,1988.
- [14] Berkshire Hathaway Annual Report,1988,5.
- [15] Berkshire Hathaway Annual Report,1986,5.
- [16] Kilpatrick,Of Permanent Value ( 2000 ) ,89.
- [17] Berkshire Hathaway Annual Report,1989,22.



- [18] Linda Grant,"The\$4 Billion Regular Guy,"Los Angeles Times,April 17,1991 ( magazine section ) ,36.
- [19] Lenzner,"Warren Buffett's Idea of Heaven.
- [20] Berkshire Hathaway Annual Report,1985,9.
- [21] Berkshire Hathaway Annual Report,1987.20.
- [22] Ibid.,21.
- [23] Berkshire Hathaway Annual Report,1984,15.
- [24] Berkshire Hathaway Annual Report,1986,25.
- [25] Carol Loomis,Tap Dancing to Work:Warren Buffett on Practicaliy Everything,1966-2012 ( New York:Time Inc.,2012 ) .
- [26] Berkshire Hathaway Annual Report,1990,16.
- [27] Berkshire Hathaway Letters to Shareholders,1977-1983,52.
- [28] Berkshire Hathaway Annual Report,1989,5.
- [29] Jim Rasmussen,"Buffett Talks Strategy with Students."Omaha World Herald,January 2,1994,26.
- [30] Berkshire Hathaway Annual Report,1992,14.
- [31] Berkshire Hathaway Letters to Shareholders,1977-1983,53.
- [32] Lowenstein,Buffett:The Making of an American Capitalist ( New York:Random House,1995 ) ,323.
- [33] Berkshire Hathaway Letters to Shareholders,1977-1983,82.

## 第4章 普通股投资9个案例



年复一年，巴菲特的投资故事已经成为民间流传的传奇。在每一起投资案例背后，都有一个独一无二的故事，1973年投资华盛顿邮报不同于1980年投资盖可保险公司。同样，花了5亿美元投资于大都会公司，帮助其收购美国广播公司（ABC），也与在可口可乐上投资10亿美元不同。上述投资又与后来购买富国银行、通用动力、美国运通、IBM、亨氏食品的投资不同。但对于希望了解巴菲特思想的人而言，所有的投资都具有一个共同点：让我们有机会观察现实中的企业状况、管理、财务和市场准则。

所有这些公司，除了大都会之外，目前都仍然留在伯克希尔公司的投资组合中，继续着它们的繁荣发展，除了华盛顿邮报和通用动力，其他几个公司都出现在伯克希尔前十名最大投资持股名单中。

在这一章里，我们将逐一分析当年投资案例的历史背景，将更多地分析巴菲特当时的思考，以及相关的公司、行业和股市。

本章分析的九个投资案例为：

·华盛顿邮报公司

·盖可保险公司

·大都会/ABC公司

·可口可乐公司

·通用动力公司

·富国银行

·美国运通

·IBM（国际商业机器公司）

·亨氏食品

## 华盛顿邮报公司

1931年，《华盛顿邮报》是美国首都华盛顿五家阅读最为广泛的日报之一。两年之后，由于拖欠印刷费用，公司处于被接管状态。那年夏天，

公司被拍卖以偿还债权人。金融家尤金·迈耶是个百万富翁，他花了82.5万美元买下了华盛顿邮报。接下来的二十年，在他的支持下，公司转亏为盈。报纸的管理权后来转给了菲利普·格雷厄姆，他是个聪明的哈佛毕业的律师，娶了迈耶的女儿凯瑟琳。1954年，菲利普·格雷厄姆说服老丈人买下了竞争对手《时代先驱报》。后来，格雷厄姆又买下了《新闻周刊》和两个电视台。菲利普·格雷厄姆将华盛顿邮报公司从仅有一份报纸的公司，发展成为拥有报纸、杂志、电视台的多元化媒体公司。悲剧的是，他于1963年自杀身亡。

格雷厄姆去世后，华盛顿邮报的控制权交到他的妻子凯瑟琳·格雷厄姆的手中。尽管她没有管理大型企业的经验，但面对商业活动中出现的困难，她反应迅速，表现不凡。凯瑟琳的成功多归因于她对邮报的天才影响力。她目睹了父亲和丈夫为了邮报事业的奋斗，意识到为了成功，公司需要一个决策者，而不是保育员。她说：“我迅速地知道，事情都是在变化的，你需要做出决定。”<sup>[1]</sup>她做出两个对于邮报具有特别影响的决定：邀请本·布拉德利担任主任编辑，以及后来邀请巴菲特成为公司董事。布拉德利鼓励凯瑟琳出版五角大楼文件、追查水门事件，后一事件使《华盛顿邮报》赢得了普利策新闻奖的荣誉。巴菲特则教会凯瑟琳如何管理一个成功的企业。

巴菲特第一次遇到凯瑟琳是在1971年，那时，他还拥有《纽约客》杂志的股票。他听说该杂志可能有意出售，于是问凯瑟琳是否有兴趣买下。尽管这个交易没有实现，但巴菲特对于邮报有了更多的印象。

大约在那个时候，华盛顿邮报的财务结构经历了深刻的变化。在家族信托的条款下，菲利普和凯瑟琳·格雷厄姆夫妇拥有全部的邮报投票权。在菲利普·格雷厄姆过世后，凯瑟琳继承了公司控制权。多年以前，凯瑟琳的父亲授予公司几百个员工很多内部股，以奖励他们对公司的忠诚和服务，基于这些内部股，他还建立了公司利润分享计划。随着公司的繁荣，华盛顿邮报的内部股价格从1950年的50美元火箭般蹿升到1971年的1154美元。这些持有内部股的员工和利润分享计划，希望公司建立一个交易市场，这同时也是公司处置非生产性现金的一种安排。此外，格雷厄姆家族还面临着财产继承税方面的考虑。

1971年凯瑟琳决定将华盛顿邮报公司上市，这样就减轻了自己维持一个股票市场的负担，也让家族的其他继承者更有利地安排他们的财产。华盛顿邮报公司的股票分为A股和B股两类。A股可以选举公司董事会多数成员；B股只能选举董事会少数成员。凯瑟琳持有50%的A股，这样实际上可以较少的股份达到控制公司的目的。

1971年6月，华盛顿邮报发行了135.4万股B股。不同寻常的是，两天之后，凯瑟琳授权布拉德利出版水门事件调查文件。1972年，公司A股和B股价格纷纷飙升，从1月的24.75美元涨到12月的38美元。

但是随着华尔街的心情开始变得阴郁，1973年道琼斯工业平均指数开始下滑，下跌100点到921点<sup>[2]</sup>。华盛顿邮报的股价也开始下滑，5月份跌到23美元。著名的IBM的股价已经大跌了69点，跌破200日均线，华尔街的经纪人们议论纷纷，他们警告说这种技术上的击穿预示着市场接下来更是

阴云密布。同月，金价跌破100美元/盎司，美联储将贴现率提高到6%，道琼斯再次下跌了18个点，这是三年中最大的下挫。到6月份，贴现率再次提高，道琼斯指数又掉头向下，跌破900点大关。

这期间，巴菲特开始悄悄地买入华盛顿邮报的股票。到6月，他以22.75美元的均价买入467.150股，共耗资1062.8万美元。

刚开始，凯瑟琳并不紧张，但是想到一个非家族成员的人拥有如此多的公司股份，即便没有控制权，想想还是令人不安。巴菲特向她保证，伯克希尔的购买仅仅出于投资目的。为了让她安心，巴菲特将拥有的投票权授予凯瑟琳的儿子唐·格雷厄姆代为行使。安心之后，凯瑟琳1974年邀请巴菲特加入公司董事会，不久出任华盛顿邮报财务委员会主席一职。

巴菲特在邮报中的作用广为人知，在20世纪70年代的印刷工人罢工期间，他协助凯瑟琳坚持抗衡，他也教授唐·格雷厄姆如何经商、如何扮演好企业家的角色、如何负起对股东的责任。唐是个热爱学习的人，虚心听取巴菲特所说的每一个字。多年以后，唐写下承诺：“继续为股东利益管理好公司，特别是为那些视野超越了季度和年度的长期股东们。我们不会以收入规模和控制公司的数量来衡量成功。”并誓言用“严格控制成本”和“有纪律地使用现金”来回报股东。<sup>[3]</sup>

## 准则：简单易懂

巴菲特的祖父曾经在内布拉斯加州的西点市拥有一份周报，并亲任编



辑，他的祖母也在报社里帮忙印刷。他父亲在内布拉斯加大学期间编辑过《内布拉斯加日报》，巴菲特自己曾经干过《林肯日报》的发行，有人说，如果巴菲特没有从事投资活动，他最有可能成为一个记者。

1969年，巴菲特买下他的第一个报纸——《奥马哈太阳报》，同时带有一系列的周刊。尽管他认为高质量的新闻很重要，但他更坚持报纸首先也是企业，应该以利润为首要考虑，而不仅仅是影响力。拥有《奥马哈太阳报》让他了解了报纸行业的运作特点，在开始买入华盛顿邮报时，他已经拥有了四年与报纸相关的经验。

## 准则：持续的经营历史

巴菲特告诉伯克希尔的股东，他在财务上与华盛顿邮报发生的联系，可以追溯到13岁的时候。当时，他父亲在国会任职，他当报童每天派送《华盛顿邮报》和《时代先驱报》。巴菲特喜欢向别人讲述这个双重路线的送递故事，在菲利普·格雷厄姆代表华盛顿邮报收购《时代先驱报》之前，少年巴菲特就已经在送报路线上将它们合并了。

很明显，巴菲特注意到了报纸行业利润丰厚的历史，并且他认为《新闻周刊》杂志也具有可预测的良好未来。华盛顿邮报公司多年以来在报告中提到广播电台的优良表现，巴菲特从中迅速学习到公司电视台的价值。巴菲特自身的经历让他相信该公司是个可持续发展的、可靠的好企业。

## 准则：良好的长期前景



1984年巴菲特写到：“一家具有主导地位的报纸，其经济价值是优秀的，是世界上最为优秀的一类。”<sup>[4]</sup> 请注意，这是巴菲特30年前说的话，是在互联网的潜力首次被人们认识之前整整十年。20世纪80年代早期，美国共有1700家报纸，其中大约1600家没有直接的竞争对手。巴菲特观察到，这些报纸的所有者认为，他们自己每年赚取的可观利润是由于报纸的新闻质量。事实真相是，即便是一家三流的报纸也能取得不错的经营业绩，如果它是市区里唯一的报纸。现在，很清楚了，高质量的报纸具有更高的渗透率，他解释道，但平庸的报纸的广告栏对于广告主们依然颇具吸引力。城里的每一家公司、每一个房屋卖家，甚至每一个想了解社区消息的人，都要依靠报纸的流通才能实现信息的传递。就像加拿大媒体大亨汤姆森勋爵，巴菲特相信拥有了一家报纸，就可以收取城里每一个想做广告的企业版权费。

除新闻质量之外，报纸还拥有价值不菲的商誉。如同巴菲特指出的那样，报纸业对于资本的需要很低，这使它们能轻而易举地将销售额转化为利润。即使一家报纸安装了昂贵的电脑排版印刷系统，它们也能迅速地以低工资的成本优势将其付清。在20世纪七八十年代，报纸业能轻而易举地提高定价，产生高出平均水平的资本回报，减弱通货膨胀的影响。

## 准则：确定价值

1973年，华盛顿邮报的总市值为8000万美元，然而，巴菲特说：“大部分证券分析师、媒体经纪人、媒体执行层都将公司估值为4~5亿美元。”<sup>[5]</sup>

为什么巴菲特如此估值？让我们通过数字，看看巴菲特的评估路径。

我们从当年的股东盈余开始：净利润（1330万美元）加上折旧和摊销（370万美元），减去资本支出（660万美元），得出1973年公司股东盈余1040万美元。如果我们用美国政府长期国债的利率（6.81%）去除股东盈余，那么华盛顿邮报的价值达到1.5亿美元，几乎是市值的两倍，但依然低于巴菲特的估值。

巴菲特认为，整体而言，一个报纸类公司的资本性支出最终将等同于折旧和摊销。这样，公司净利润将大约与股东盈余持平。懂得了这个道理，我们可以简单地将股东盈余除以无风险利率，这样，华盛顿邮报公司估值结果是1.96亿美元。

如果我们就此打住，假设股东盈余上升的幅度能赶得上通货膨胀的幅度。但我们知道报纸业拥有非同寻常的提价能力，因为它们大多数在当地居于垄断地位，其提价幅度可以超过通货膨胀的幅度。如果我们再做最后一个假设——华盛顿邮报有能力多提价3%，那么公司的估值就接近3.5亿美元。

巴菲特知道公司当时税前10%的利润率，低于历史上15%的平均记录，但他相信在凯瑟琳的领导下，公司会重拾雄风，恢复到历史平均水平。如果税前利润率改善至15%，那么公司现值将多出1.35亿美元，使得整个公司估值达到4.85亿美元。

## 准则：以有吸引力的价格买入

即使以最为保守的估值计算，巴菲特还是以半价买入了华盛顿邮报，但他仍然坚持实际上他的代价仅仅是2.5折。无论如何，有一点是很清楚的，相对于内在价值，他以巨大的折扣买入。在这个案例中，巴菲特满足了本·格雷厄姆的前提条件：以折扣价买入能创造安全边际。

## 准则：净资产收益率

当年巴菲特买入华盛顿邮报时，它的净资产收益率为15.7%，这是一个报业平均的回报，比标普500指数的成分股公司仅仅略高出一一点。但是，不到五年，邮报的净资产回报率翻了一番，比标普500高出一倍，比同业高出50%。在接下来的十年，公司保持着这一荣耀，甚至在1988年达到了36%的高度。

如果我们纵观邮报的表现，尤其是在减去负债的情况下，这些超越平均水平的回报令人印象深刻。1973年，邮报的长期负债对股东权益的比率为37%，这一负债率居于整个行业第二高。令人惊讶的是，到了1978年凯瑟琳减少了70%的公司负债。到了1983年公司长期负债对权益的比率降低至2.7%，只有整个行业平均水平的十分之一。然而，邮报创造的利润却比同业高出10%。1986年，在投资了手机电话系统和购买了大都会/ABC公司的53个电缆系统之后，负债达到异常的3.36亿美元之巨，但不到一年，负债减少到1.55亿美元。1992年，公司长期负债是0.51亿美元，长期负债对权

益比率为5.5%，而同行平均该指标为42.7%。

## 准则：利润率

在华盛顿邮报上市6个月时，凯瑟琳会晤了华尔街的证券分析师，她说，公司的首要事务是追求现有运营的利润最大化。来自电视台和《新闻周刊》杂志的利润持续攀升，但来自报纸的利润表现平缓，凯瑟琳说，这是由于高生产成本，即工资引起的。在邮报购买了《时代先驱报》之后，利润开始上升。每次遇到工会罢工事件（1949、1958、1966、1968、1969年），管理层通常都满足工会的要求，以避免报纸关门的危险。这期间，首都华盛顿特区依然拥有三个主流报纸。整个20世纪五六十年代，不断上升的工资成本侵害了利润。凯瑟琳对华尔街说，这个问题将会得到解决。

与工会签订的合同在70年代开始到期，凯瑟琳雇请了采取强硬路线的谈判专家与工会谈判。1974年，邮报挫败了由报纸工会领导的罢工。经过长时间谈判，印刷工人签署了新合同。在1975年的印刷工人罢工中，邮报公司立场坚定。这次罢工充满暴力，在罢工期间，工人破坏了印刷车间，失去了同情心。管理层亲自印刷，报纸工会和印刷工会成员又冲击警戒线。4个月之后，凯瑟琳宣布公司已经聘用了非工会成员。最后公司取得了胜利。

70年代早期，财经媒体对于邮报的评价是，“对于华盛顿邮报在盈利方面的表现，最好的评价恐怕就是给它一个温柔的C”。<sup>[6]</sup> 1973年，公司税前

利润率是10.8%，比历史上60年代最高的15%低很多。在与工会成功谈判签约之后，公司的利润开始改善。到1988年，税前利润率达到31.8%的高度，而同行平均水平为16.9%，标普工业平均水平只有8.6%。

## 准则：理性

华盛顿邮报公司为股东产生持续的现金流，因为它产生的现金多于其需求，管理层面临两个选择：或将钱还给股东，或投资于有利可图的新机会。巴菲特倾向于公司将资本还给股东。在凯瑟琳担任邮报总裁期间，它是业内第一家大笔回购股票的公司。在1975~1991年，公司令人吃惊地以平均60美元/股的价格回购了43%的股份。

公司还以提高分红的方式将现金返还给股东。1990年，面对公司巨大的现金储备，华盛顿邮报公司决定将年度每股分红从1.84美元提高到4美元，升幅117%。

在20世纪90年代早期，巴菲特得出结论，总体上与美国其他产业相比，报纸业的利润高于平均水平。但是，该行业比他和其他分析师们早些年预测的价值有所下降，主要原因在于报纸丧失了定价弹性。早年，如果经济放缓、广告主削减费用，报纸可以通过增加版面保持利润率。但今天，报纸已经不再居于垄断地位。广告主们找到了更便宜的方法寻找客户——有线电视、直邮、报纸夹页等，但最重要的是互联网的广泛运用，它们分走了报纸业的大蛋糕。

到1991年，巴菲特意识到，这些影响利润的变化，既是短期周期性的变化，也代表了一个长期的根本性变化。他说：“实际上，报纸、电视、杂志这类媒体开始像普通商品型企业一样运转，不再是特许经营权类型的企业了。”<sup>[7]</sup> 周期性的变化会损害公司的短期利润，但不影响公司的内在价值。根本性的变化则会减少公司利润，也影响内在价值。不过，他认为华盛顿邮报的内在价值受到的负面影响低于同行，因为首先，邮报0.5亿美元的负债被其持有的4亿美元现金所抵消，邮报基本是唯一一家几乎没有负债的公司。“结果是，它资产价值的缩水不会因为其债务杠杆而加剧。”巴菲特说。<sup>[8]</sup>

## 准则：一美元前提

巴菲特希望选择这样的公司，它每一美元的留存至少产生一美元的市值。这个测试能很快区分出，长期而言，管理层是否最优化使用公司的资本。如果留存的资金被投资于高于平均水平的对象，其证明就是公司市值会相应地上升。

自1973~1992年，华盛顿邮报公司赚了17.55亿美元，其中付给股东2.99亿美元，留存了14.56亿美元进行再投资。1973年，公司总市值为0.8亿美元，到了1992年，市值成长为26.3亿美元。在这20年中，每一美元的留存为股东创造了1.81美元的市值。

评价凯瑟琳在华盛顿邮报的成功领导还有一个方法，威廉·桑代克在他

具有非凡洞察力的书——《局外人：八个非传统的CEO和他们的成功理性蓝图》中，帮助我们既观察公司，也欣赏CEO的表现，“从1971年IPO上市，到1993年（凯瑟琳）离任，公司为股东提供了年复利22.3%的回报，使得标普（7.4%）和同行（12.4%）相形见绌。在IPO时投资的每一美元，在她退休之际达到了89美元，相形之下，标普是5美元，同行是14美元。凯瑟琳的表现超过标普8倍、同行6倍，在其22年的职业生涯中，她是国内同行中的最佳CEO。”<sup>[9]</sup>

## 盖可保险公司

盖可保险公司，全称为政府雇员保险公司，成立于1936年。创始人利奥·古德温是一名保险会计<sup>[10]</sup>，他设想成立一家向低风险驾驶员提供保险的公司，并且通过直接寄信的方式销售保险。他发现政府工作人员作为一个整体，比普通公众发生交通事故少。他也了解到通过直接寄送保单的直销方式，公司能减少10%~25%的中介费用。古德温明白如果他能区分出谨慎驾驶者，并采用直销保单的方式，他将成功在握。

古德温邀请了得克萨斯州沃思堡的银行家克利夫斯·雷亚作为合伙人，古德温投资2.5万美元，持有25%的股份；瑞亚投资7.5万美元，持有75%的股份。1948年公司从得克萨斯州搬到华盛顿特区。当年，瑞亚家族决定卖掉其持有的股份，瑞亚请巴尔的摩的债券推销员洛里默·戴维森帮忙联系此事。戴维森找到一位华盛顿特区的律师戴维·克里格帮忙找买家，克里格找到了格雷厄姆-纽曼投资公司。格雷厄姆决定以72万美元买下瑞亚手中一半



的股份，克里格和戴维森两人联合起来买下另外一半。此外，因为格雷厄姆-纽曼投资公司是个合伙人性质的投资基金，所以证券交易委员会根据相关法规强迫他们持股不得超过盖可保险公司10%的股份，这样格雷厄姆将超出的部分分配给了公司的合伙人。多年以后，当盖可成为数以十亿美元计的大公司时，仅格雷厄姆自己持有的部分就价值数百万美元。

曾经的债券推销员洛里默·戴维森后来在古德温的邀请下，加入盖可的管理团队。1958年，他出任公司董事长，并领导公司直到1970年。在此期间，公司将汽车保险覆盖人群的范围扩展到专业人士、管理人士、高科技人群和行政事务人员。盖可的市场占有率从15%提高到50%。公司的新战略是成功的，承保利润飙升，因为新扩展的人群就像政府雇员们一样谨慎驾驶。

1960~1970年是公司的黄金时代，保险监督委员会也对盖可的成功运营赞叹不已，公司股东为股价的飙升欢欣雀跃。公司保费收入对盈余比达到5:1，这个比率测量的是公司保费收入相对于保单持有人的索赔。因此，保监会对盖可保险印象极佳，允许他们超过这一指标的行业平均。

但到了20世纪60年代末，盖可的光芒开始暗淡。1969年公司宣布低估了储备金，额度是1000万美元，因此公司非但没有盈利250万美元，反而录得年度亏损。会计收入的调整在下一年度继续进行，公司再次低估储备金2500万美元，这样，1970年公司发生了灾难性亏损。

保险公司从投保人那里收到的费用叫做保费收入，从这些保费中，公

司承诺在承保期间，为出险的投保人赔偿。保险公司的成本包括索赔、损失成本、行政管理费用。这些费用被倒推分为两个部分：索赔和成本。这些在公司做出预算后，从上一年度的收入中提取预留资金。由于诉讼等原因，索赔、理赔工作经常牵涉很多的法律和医疗成本，可能需要数年时间。盖可公司面临的麻烦不仅是它卖出去的保单产生亏损，而且还有之前的承保预留拨备不足。

1970年戴维森退休了，他的位置由那位华盛顿律师戴维·克里格接任，诺曼·吉登作为总裁和CEO负责公司的日常运作。接下来发生的事情，显示了盖可公司想走出1969年、1970年拨备问题的烂摊子。从1970~1974年，公司新汽车保单的成长率为11%，相比较而言，1965~1970年是7%。此外，公司在1972年进行了代价高昂、雄心勃勃的多元化，投资于房地产、电脑设备和人力资源方面。

到了1973年，面对激烈的市场竞争，公司降低了核保标准以扩大市场份额。这样，盖可首次将蓝领工人和21岁以下驾驶员人群纳入投保范围，这两类人员并非谨慎的驾驶人群。这两个战略性的转变——公司的多元化和扩大保险涵盖人群——几乎与1973年政府放开保险价格管制同时发生。不久，随之而来的是，全社会汽车维修和医疗成本的大幅攀升。

1974年第四季度，盖可保险公司的承保损失开始大幅上升。在其28年的历史上，公司首次出现了高达600万美元的损失。令人惊讶的是，公司保费对盈余的比率仍然是5:1。然而，公司继续扩张，1975年的第二季度，盖可报出更大的亏损，并宣布取消0.80美元的分红计划。

吉登总裁聘请了知名的明德精算咨询公司（Miuiman&Robertson），希望它们能提出建议以扭转下滑的局面。研究结果并不乐观，咨询公司认为盖可的拨备金短缺3500万~7000万美元，需要补充新的资本才能生存。盖可董事会采纳了咨询公司的建议，并向股东宣布。此外，盖可预计1975年的亏损将达到惊人的1.4亿美元（最终实际是1.26亿美元）。对这个令人震惊的消息，股东们和保监会都傻眼了。

1972年，盖可公司的股价最高达到每股61美元，到1973年，跌去一半。1974年，跌去更多，达到10美元。1975年，董事会宣布预计的巨额亏损时，跌到7美元。几个股东实在咽不下这口气，以欺诈罪起诉公司。盖可公司的管理层申辩说，公司的困境是由通货膨胀和离谱的法规、医疗费用引起的。但问题是，这些难题是所有保险公司都要面对的，又不是盖可一家独对。

盖可的问题在于脱离了它原有的只承保谨慎驾驶者的传统成功方法。更要命的是，它放松了公司的成本控制。由于公司降低了投保人的准入标准，它的新保单出险率以及出险频率都高出原来的预期，导致拨备不足。在它低估了承保风险的同时，又提升了固定成本。

1976年3月的盖可公司年会，吉登建议公司换一位新总裁或许能改善公司状况，他宣布公司董事会已经开始寻找一位新管理者。此时，公司股价已经下跌到5美元并依然摇摇欲坠。<sup>[11]</sup>

1976年年会之后，盖可宣布来自旅行家集团的43岁的市场总监约翰·J·

伯恩成为公司的新总裁。新总裁上任不久，公司就宣布一个7600万美元的优先股集资计划，以提升公司资本金。但是，投资者非常失望，股价下滑至2美元。

在此期间，巴菲特正在悄悄地、持续地买进盖可的股票。当公司摇摇欲坠，处于破产边缘时，他投资了410万美元，以3.18美元的均价买进了1294308股。

## 准则：简单易懂

早在1950年，巴菲特在哥伦比亚大学求学时，他的老师格雷厄姆就是盖可保险公司的董事。这激起了年轻巴菲特的好奇心，一个周末他独自前往华盛顿特区去拜访公司。周六，他敲开了公司的大门，看门人让他进来，并带他来到当天唯一当值的经理人——洛里默·戴维森那里。巴菲特提了一系列问题，戴维森用了五个小时，向这个年轻人解释公司的与众不同之处。这样的“单聊”方式一向是巴菲特的另一位导师菲利普·费雪特别推崇的。

稍后，巴菲特回到父亲在奥马哈的经纪公司，向公司的客户推荐盖可保险股票。他自己投资了1万美元在这只股票上，大约相当于资金的2/3。很多投资人对于这个建议不以为然，甚至有当地的保险经纪人向巴菲特的父亲抱怨，这个盖可保险根本就是一个不给保险经纪人活路的公司。伴随着这样的挫败感，巴菲特在一年之后将持有的盖可股票卖出，赚了50%。

自那之后，他再也没有买过这家公司的股票，直到1976年，相隔整整26年。

巴菲特继续胸有成竹地向他的客户推荐保险公司的股票，他以3倍市盈率（PE）买下堪萨斯城市寿险公司，还将马萨诸塞保障人寿公司纳入伯克希尔旗下，1967年他还买下了国民保障公司的控股权。在接下来的十年，国民保障公司的CEO杰克·林沃尔特教会了巴菲特保险行业的运行机制。这个经历非常难得，令巴菲特了解了保险公司的赚钱方式。这也给了巴菲特信心，虽然盖可保险公司正摇摇欲坠。

伯克希尔除了投资410万美元在盖可股票之外，还投资了1940万美元参与其可转换优先股。两年之后，伯克希尔将优先股转换为普通股，1980年巴菲特又增持了1900万美元的投资。自1976~1980年，伯克希尔共投资了4700万美元，购买了720万股，均价为6.67美元/股。1980年这些投资升值123%，市场价值1.05亿美元，成为巴菲特投资组合中的最大持股。

## 准则：持续的经营历史

在盖可保险这个案例中，我们的第一反应或许是巴菲特违反了他的行为准则，很明显，在1975年和1976年，盖可公司的运营成果是非连续性的。当伯恩成为盖可总裁时，他做了一系列的改变，但巴菲特说，这种改变实质上并非根本改变。那么，我们如何理解伯克希尔购买盖可的股票呢？

可以肯定的是，伯恩成功地将公司在行业内重新定位。但更重要的是，巴菲特认为，公司没有到快毁灭的地步，仅仅是受了伤，其低成本、无中介的特许经营权优势依然存在。此外，那些谨慎的驾驶者作为公司的客户依然贡献着可观的利润。在价格优势方面，盖可依旧可以击败竞争对手。

数十年来，盖可保险公司不断投资强化它的竞争优势，为股东赚取了大量利润。巴菲特认为这些原有的优势依然存在。70年代遇到的这次经营危机，没有对其特许经营权造成伤害，尽管有运营和财务方面的麻烦，但即便其净资产为零，盖可仍然值很多钱，因为它的特许经营权仍在。

## 准则：良好的长期前景

尽管汽车保险属于普通商业型产品，但巴菲特认为如果能保持持续的、广泛的成本优势，一个普通的企业也能赚钱。这个描述用在盖可公司上很贴切。我们也知道管理水平是企业最为重要的变量，自伯克希尔投资入股之后，盖可保险的管理证明了其具有竞争力优势。

## 准则：坦诚

约翰J.伯恩在1976年接任盖可总裁之后，马上说服保监部门和同行，使他们相信如果盖可公司倒闭，对整个行业都有不利影响。他提出的拯救公司计划包括：募集新的资本金、取得再保险条款、其他保险公司分保一

部分盖可的业务，以及大刀阔斧地削减成本费用。伯恩称之为“操作引导”，其目标在于使公司重返盈利轨道。

上任第一年，伯恩关闭了100个办公室，将员工由7000人减少到4000人，将保险执照的营业范围扩大到新泽西州和马萨诸塞州。伯恩告诉新泽西州的保监部门，原有保单到期后，他不打算续保这些每年消耗公司3000万美元的25万个保单。接下来，当伯恩检查客户信息时，他发现公司需要更新的这些保单价格定低了9%。他废除了允许客户自己更新信息，以延续保单的电脑系统。当盖可为保单重新定价时，40万个客户决定不再续保。总之，伯恩的行动令公司的保单持有人从270万人减少到150万人，盖可保险公司在全国的排名从1975年的第18名，下降到一年之后的第31名。尽管如此，公司在1976年亏损1.26亿美元之后，1977年完成营业收入4.63亿美元，盈利达到了令人印象深刻的0.586亿美元。这是伯恩上任之后的第一个完整年度。

毫无疑问，盖可保险戏剧性的复苏伯恩居功至伟，他坚定地控制成本的原则，使得公司持续复苏。伯恩告诉股东们，公司必须回归最初的原则，即作为一个低成本保险提供商。他的报告揭示了公司如何持续地降低成本。甚至，到了1981年，公司成为美国第七大汽车保险公司时，伯恩仍然和其他两名高管共用一个秘书。他引以为豪的是，盖可公司的每个员工管理的保单数量从以前的250个提高到378个。在这些变革的年头里，伯恩是公司伟大的驱动力。巴菲特说：伯恩就像是养鸡场的农场主，他将鸵鸟蛋扔进母鸡舍，然后说：“嗨，这是竞争的结果！”<sup>[12]</sup>



连续数年，伯恩愉快地报告着盖可成功的进展；遇到坏情况时，他也会坦诚地向股东披露。1985年，公司出现暂时的困难，出现了承保亏损。在当年第一季度的报告中，伯恩写道：好比飞机上的机长告诉他的乘客们：“坏消息是我们亏损了，好消息是我们为伟大的时刻做了准备。”<sup>[13]</sup>很快，公司重新站稳脚跟，并在下一年度重新取得了盈利的业绩。这里，更重要的是，公司赢得了对股东开诚布公的好名声。

## 准则：理性

年复一年，伯恩证明了盖可公司管理层的理性。上任之后，他有意控制公司的增长速度。伯恩指出，如果公司有意识地以慢一些的速度发展，则更能监控那些损失和成本，这样做比以两倍的速度发展、却财务失控更有利可图。实际上，这种可控发展持续地为盖可创造了超额的回报。另一个理性的标志是公司处理现金的态度。

自1983年起，公司用留存现金进行再投资已不合算，于是决定将现金回馈股东。从1983~1992年，盖可回购了3000万股股票（在分拆之后的基础上），减少了公司30%的普通股总股本。除了回购之外，公司提高了分红数量。1980年公司每股分红0.09美元（复权调整）；到1992年，达到0.60美元，年化涨幅为21%。

## 准则：净资产收益率

1980年，盖可的净资产收益率达到30.8%，几乎两倍于同行业。80年代后期，公司净资产收益率开始下降，不是因为生意不好，而是因为净资产增长快于盈利。因此，为了维持一个可以接受的净资产收益率，符合逻辑的做法是提高分红，以及回购股份。

## 准则：利润率

投资者可用几种不同的方式衡量保险公司的盈利能力，税前利润率是最好的测量方法之一。从1983~1992年的十年，盖可保险税前利润率非常均衡稳定，波动极小。

众所周知，盖可保险对于成本的关注一丝不苟，并且对于处理理赔的成本也密切跟踪。在此期间，盖可的成本对保费收入维持在平均15%——仅有行业平均水平的一半。这个低比率反映了盖可公司不需要支付给保险中介所节约的成本。

盖可公司的成本和承保损失的综合比率，被证明高于同行业平均水平。从1977~1992年，行业平均指标仅仅战胜过盖可公司一次，发生在1977年。自那之后，盖可的该综合指标平均为97.1%，比行业平均水平高出十个百分点。盖可仅有两次承保亏损：一次是1985年，另一次是1992年。1992年是因为出乎意料、席卷全国的自然灾害所致，如果没有发生安德鲁飓风和其他严重的风暴，盖可的综合比率应该是93.8%。

## 准则：确定价值

当巴菲特开始为伯克希尔公司买入盖可保险股票时，公司正面临破产危机。但他认为盖可仍然价值连城，因为即便净资产为负，公司仍然拥有保险经营特许权。由于公司在1976年没有盈利，无法用贴现的方法推算公司的现值，但尽管公司的未来现金流具有不确定性，巴菲特仍认定公司会存活并且未来会赚钱，但是何时可以实现还是未知数，因此颇具争议。

1980年，巴菲特持有公司三分之一的股份，投资本金为0.47亿美元，那年盖可的总市值是2.96亿美元，巴菲特认为公司具有极大的安全边际。1980年公司营业收入为7.05亿美元，盈利0.6亿美元。折算下来，伯克希尔持有的部分盈利为0.2亿美元。按照巴菲特的说法：“买入一个具有一流经济特性和前景光明的企业，预期0.2亿美元的盈利至少要花2亿美元。”如果想控股，需要花更多的钱。<sup>[14]</sup>

考虑到约翰·伯尔·威廉斯的贴现估值理论，巴菲特的2亿美元估值是真实可靠的。假设，盖可公司在没有新增投资的前提下，保持0.6亿美元的盈利状态，用当年美国30年期国债利率12%做贴现，公司的现值应该达到5亿美元——几乎两倍于盖可的市值。如果公司盈利的真实成长率能达到2%，或是未扣除当时通货膨胀率的15%<sup>[15]</sup>，那么盖可的现值将到达6亿美元，伯克希尔的持股价值将为2亿美元。换句话说，盖可的市值比其内在价值低一半还多。

**准则：一美元前提**

1980~1992年，盖可保险公司的市值从2.96亿美元增长到46亿美元，增加43亿美元。在这13年里，公司盈利17亿美元，支付红利2.80亿美元，留存14亿美元作为再投资。公司的每一美元留存都为股东创造了3.12美元的市值。这个成就表明，盖可保险公司不仅具有优秀的管理和营销利基，而且还具有善用股东资本之长。

此外，盖可保险的出类拔萃还体现在：1980年投资于公司的每一美元，到1992年升值为27.89美元。这是令人震惊的29.2%的年复利回报，远远超出行业平均水平和标普500指数，这两个指标同期仅录得8.9%的年回报。

## 大都会/ABC公司

大都会公司出身于新闻行业，1954年，著名的记者洛厄尔·托马斯和他的业务经理弗兰克·史密斯，与几个同事一起买下了哈德逊山谷广播公司，该公司包括了纽约州奥尔巴尼市的电视台和调频广播电台。那时，后来成为大都会公司董事长的托马斯·墨菲还在另一家公司作产品经理。公司的发起人之一弗兰克·史密斯与墨菲的父亲，正好是高尔夫球的球友，他于是雇请了年轻的墨菲管理公司的电视台。

1957年公司收购了罗利·达勒姆电视台，并更名为大都会广播公司，以反映奥尔巴尼和罗利各自是其州的首府（注：奥尔巴尼是纽约州的首府，罗利是北卡罗来纳州的首府）。

1960年，墨菲雇请了丹·伯克管理奥尔巴尼的电视台，他是墨菲哈佛大学同学吉姆·伯克的兄弟，吉姆·伯克也是个非凡之人，他后来成为强生公司的董事长。丹·伯克是奥尔巴尼本地人，他留下来管理电视台，而墨菲返回纽约。1964年墨菲被任命为大都会公司总裁，自此开始，公司渐渐成为美国商界最为成功的企业之一。在接下来的30年中，墨菲和伯克这对搭档共同管理公司，进行了30余起广播和出版业的并购，其中最为著名的是1985年收购美国广播公司（ABC）。

巴菲特首次遇见墨菲是20世纪60年代末在纽约，墨菲一个同学安排的一次午餐会上。开始时，墨菲对巴菲特留下深刻的印象，想邀请他加入大都会的董事会<sup>[16]</sup>。巴菲特婉拒了邀请，但是他和墨菲成为了很好的朋友，很多年都保持联系。巴菲特在1977年投资了大都会公司的股票，但次年，就卖出了所持股份，没有解释原因，但是获利。

1984年12月，墨菲与ABC主席伦纳德·戈登森联系，想将两家公司合并。开始这个建议被回绝了，墨菲在1985年再次联系戈登森，因为联邦通讯委员会通过了新法规，允许一个公司可以拥有的电视台和广播电台的数量由原来的7个提高到12个，该法案于当年4月生效。这一次，戈登森同意了，他当时已经79岁高龄，很关心继任者问题。尽管ABC公司内部有几个潜在的候选接班人，但他觉得都还不是很成熟，而墨菲和伯克这对搭档在美国媒体新闻界被认为是最佳的经理人。戈登森认为通过与大都会公司合并，公司将会保留在最强有力的优秀管理层手中。

双方谈判的时候，ABC带着收费高昂的投资银行家团队，墨菲像往常

一样，只带着他最为信赖的朋友——巴菲特。两个公司的合并是电视网络历史上的第一次，也是当时最大的媒体合并案例。

大都会给ABC的出价是每股121美元（包括118美元时现金，以及价值3美元的购买10%大都会股票的期权），这个价格是发表声明的前一天，ABC股票收盘价的两倍。为了这个35亿美元的交易，大都会公司需要从银行借款21亿美元，并出售那些不再允许持有的资产，例如有线资产，给华盛顿邮报公司，出售重叠的电视台和广播电台大约获得9亿美元。最后的5亿美元来自巴菲特，他同意伯克希尔公司认购大都会公司以172.50美元发售的新股，共300万股。墨菲此时再次邀请他的好朋友加入董事会，这次，巴菲特同意了。

### 准则：简单易懂

在参与华盛顿邮报董事会超过十年之久后，巴菲特懂得了电视、广播、报纸和杂志的业务运作。巴菲特在这方面的知识增长还来源于1978年和1984年伯克希尔曾经购买过ABC的股票。

### 准则：持续的经营历史

无论是大都会公司，还是ABC公司，都有超过30年盈利的良好的经营历史。ABC公司从1975年到1984年，平均净资产回报率为17%，净资产负债率为21%。大都会公司在合并之前的十年，平均净资产回报率为19%，

净资产负债率为20%。

## 准则：良好的长期前景

广播电视网络类公司长期享有超越平均的经济成果，基于很多和报纸行业一样的原因，它们拥有巨大的商誉。一旦广播电视塔建成，后续资本和人力的投入需求极小，并且没有存货。电影、节目等都可以先播放着，等收了广告费之后再结算给制作企业。这样，一般说来，广播公司能产生超越平均水平的资本回报，以及产生超出需求的大量现金。

广播网络类的公司最大的风险，包括政府管制、科技的变化，以及切换的广告投放费用。政府有可能拒绝公司牌照到期后的重新申请，当然这很少发生。在1985年的时候，有线的影响很小，尽管一些观众喜欢看有线电视，但绝大多数观众依然倾向于网络电视。整个80年代，针对那些花钱大手大脚的消费者的广告费用增长大大超过GDP的增长速度。为了能接触到大规模的观众，广告商们仍然依赖广播电视网络。巴菲特认为广播网络商以及出版商的经济状况高于平均水平，至少在1985年看，它们的前景非常光明。

## 准则：确定价值

伯克希尔投资大都会公司5.17亿美元，是当时巴菲特做过的所有投资中最大的单笔投资，他当时是如何确定大都会和ABC公司合并后的价值的



值得探讨。墨菲出售新公司300万的股份给巴菲特，每股172.50美元。但我们知道价格和价值是两回事，正如我们已经研究过的巴菲特的行为，只有当价格对于公司内在价值有明显的安全边际之时，他才会出手。然而，在买入大都会/ABC公司时，巴菲特承认有所妥协。

如果我们用10%的贴现率（这是1985年时美国30年国债的利率水平）去乘172.50美元，然后在乘以1600万股股份（当时大都会总股本1300万股，加上给巴菲特的300万股），那么，这个公司的现值要求公司具有2.76亿美元的盈利能力。

1984年，大都会公司的盈利在去除折旧和摊销之后是1.22亿美元，ABC公司在去除折旧和摊销之后是3.2亿美元，两个相加是4.42亿美元。但两公司合并后，债务沉重，墨菲借了21亿美元，每年需支付利息2.2亿美元。这样，新公司的盈利大约只有2亿美元。

额外的考量因素还有，墨菲在削减成本、提高现金流方面名声在外。大都会公司的运营利润率为29%，ABC公司是11%。如果墨菲能将ABC公司的运营利润率提高1/3到15%，那么公司每年将多增收益1.25亿美元，合并后的新公司盈利将是3.25亿美元。一个具有1600万股本、盈利3.25亿美元的公司以10%的贴现率计算应该每股值203美元——距离巴菲特的买入成本172.50美元有15%的安全边际。巴菲特惬意地说：“这笔交易，格雷厄姆也会鼓掌叫好的。”他指的是他的导师本·格雷厄姆。<sup>[17]</sup>

如果我们再做一些假设，巴菲特的安全边际还能扩大。巴菲特说传统

智慧认为，报纸、杂志、电视台能够每年提价6%——不需要额外的资本投入<sup>[18]</sup>。他解释道，原因在于资本支付与折旧率相当，运作资本的需要很少。因此，收入几乎可以被认为是利润。这意味着，媒体所有者拥有了一台不需要增添更多资本，在可见的未来，却能以6%的速度永续增长的年金机器。与此相对应的例子是，一家公司需要不断增添新投资才能发展。

如果你拥有一个媒体公司，每年赚100万美元，预计年增长率为6%，这个公司约价值2500万美元（计算公式是： $100\text{万美元} \div (10\% \text{的无风险利率} - 6\% \text{的增长率})$ ）。另外一个公司每年也赚100万美元，但没有新资金投入的话，增长率为0，它将仅值1000万美元（计算公式是： $100\text{万美元} \div 10\%$ ）。

如果我们将上述公式代入大都会公司案例中使用，公司的估值将从203美元/股，提高到507美元，这意味着巴菲特支付的172.50美元具有了66%的安全边际。但是在这个假设中有了太多的“如果”。墨菲能将大都会公司的部分资产卖出9亿美元的价钱吗？（实际上，卖了12亿美元。）他能改善ABC的运营利润率吗？他能持续增加广告收入吗？

巴菲特能在大都会公司投资中，获得显著安全边际的原因是复杂的。首先，大都会公司的股价已经上涨多年。墨菲和伯克这对绝佳拍档干得不错，而公司股价也对此有所反映。当年盖可保险公司遇到暂时的经营困难，导致股价大跌，巴菲特可以便宜买入，这样的机会没有在大都会股票上重演。而且，股市的大势也在持续上升，似乎也不给予配合。因为巴菲特这次涉及的是二级市场的交易，新股股价需接近大都会股票的二级市场

交易价格。

尽管需要接受股价的不尽如人意之处，巴菲特还是对这些股票价格的迅速上升感到满意。1985年3月15日，星期五，大都会的股价是176美元/股，3月18日周一下午，公司宣布了合并ABC的新闻。次日收盘，股价达到202.75美元。四天时间，股价升26美元，上升15%。巴菲特获利9000万美元，而新股认购的交易要到1986年的1月才完成。

巴菲特在购买大都会时的安全边际大大小于其他投资案例，为什么他会这么做？答案是汤姆·墨菲。如果不是因为有墨菲，巴菲特承认他不会投资大都会，墨菲就是巴菲特的安全边际。大都会/ABC公司是家卓越的企业，是吸引巴菲特的企业类型，墨菲也有其特殊之处，约翰·伯恩曾说：“沃伦崇敬汤姆·墨菲，与他合伙一起做事本身就是一件很具吸引力的事。”<sup>[19]</sup>

大都会的管理方式是去中心化，墨菲和伯克尽可能雇请最好的工作人员，然后让他们独当一面，所有的决策都自主做出。伯克在与墨菲合作的早期发现这一规律，当年伯克管理阿尔伯尼电视台时，每周将最新的情况报告给墨菲，但墨菲从来不回复，后来，墨菲对伯克说：“我不会来阿尔伯尼，除非你邀请我，或你被开除了。”<sup>[20]</sup> 墨菲和伯克为旗下每一个公司做出预算，并每个季度进行监控，除了这两点，管理层像经营自己的企业一样。墨菲曾说：“我们对他们寄予厚望。”<sup>[21]</sup>

大都会的管理层被寄予厚望的第一要务是控制成本，如果他们沒有做

到这一点，墨菲就会亲自出马。大都会合并ABC公司时，墨菲控制成本的天分实在是太必要了。广播电视网络业通常看重的是传播的渗透率，而不是利润。他们考虑如何提高渗透率，而不是考虑成本。在墨菲接手之后，这种心态戛然而止。在ABC精心挑选的成员们的帮助下，墨菲重新制定了工资、津贴和费用标准。在支付了慷慨的遣散费之后，解雇了1500名员工。ABC公司供公司高层使用的餐厅和专用电梯被关闭了。墨菲首次访问公司时乘坐的豪华轿车也被处理了，他再去公司时，坐的是出租车。

这样的成本意识贯穿于大都会公司，公司在费城名列第一的电视台——WPVI，雇员有100人，相比之下，同城的CBS有150人。在墨菲来ABC之前，公司由60人管理5个电视台，在合并之后不久，6个人可以管理8个台。在纽约的WABC-TV，雇佣600人管理，产生30%的税前利润；在墨菲重新配置了人员之后，仅雇用400人，产生的税前利润超过50%。一旦成本危机解除，墨菲就交给伯克进行日常管理，他则专注于收购和股东资产。

## 准则：抗拒惯性驱使

广播电视网络行业的基本状况，保证了大都会公司能产生充足的现金流，行业的基本经济特征，加上墨菲的控制成本的偏好，意味着大都会公司产生的现金流极为可观。从1988年到1992年，大都会公司产生了23亿美元可支配现金。在这种情况下，很多管理者会无法抗拒花钱的诱惑，会去收购新业务、扩张公司的版图。墨菲也买了很少的一些新业务。1990年，他花了6100万美元进行了小型收购。他说，在整个市场上绝大多数传媒企

业的价格过高。

收购兼并是大都会公司非常重要的成长方式。墨菲一直在留心市场上是否有合适的传媒行业资产出售，但他始终坚守着“拒付高价”的纪律。拥有巨额现金的大都会公司可以轻而易举地吞下任何公司，但就像《商业周刊》杂志报道的那样：“墨菲有时会等待数年，直到合适的收购对象出现，他从来不会因为手中拥有资源而随意浪费这种资源。”<sup>[22]</sup>

墨菲和伯克意识到，传媒行业是有周期性的，如果使用财务杠杆进行不恰当的收购，股东的风险将无法接受。伯克说：“墨菲从不感情用事。”<sup>[23]</sup>

一家公司赚取的现金多于再投资的需要时，可以收购成长型企业、偿还债务和分红回馈股东。因为墨菲不愿冒高价收购企业的风险，他选择偿还债务和回购股票。1986年，在收购ABC之后，大都会公司总的长期负债是18亿美元，净资产负债率是48.6%。1986年年底，公司持有的现金和现金等价物大约为1600万美元。到1992年，长期债务降到9.64亿美元，净资产负债率降到20%，同时，公司的现金及现金等价物上升到12亿美元。这意味着公司几乎没有负债。

墨菲通过减少负债的形式，大大改善了大都会公司的资产负债表，减少了公司风险。他的下一步是提升公司价值。

**准则：一美元前提**

1985~1992年，大都会/ABC公司的市值从29亿美元增长到83亿美元，在此期间，公司保留了27亿美元的盈余，因此，每一美元的留存创造了2.01美元的市值。考虑到公司挺过了1990~1991年经济周期的萧条期，以及有线电视网的出现造成其内在价值的降低，这个成就尤其值得一提。伯克希尔在大都会的投资从5.17亿美元升值为15亿美元，折合年复利回报14.5%，这个表现优于投资哥伦比亚广播公司（CBS），也超过标普500指数的表现。

## 准则：理性

1988年大都会公司宣布将回购公司不多于200万股股票，相当于11%的总股本。1989年，公司支付2.33亿美元回购52.3万股，均价445美元/股，7.3倍于公司运营现金流，相对于同业公司的股价是10~12倍的现金流。第二年，公司回购92.6万股，均价为477美元，7.6倍于运营现金流。1992年，公司继续回购股份，以均价434美元回购27万股，8.2倍于现金流。墨菲重申，购买自家公司的代价较购买行业内其他公司为优。1988~1992年，大都会公司一共投资8.66亿美元，回购195.3万股。

1993年11月，公司宣布以荷兰式拍卖方式回购最多200万股，价格在每股590~630美元。伯克希尔以持有的300万股中的100万股参与了此次拍卖。这次行动引发了广泛的投机活动。是公司找不到合适的投资机会吗？巴菲特出售1/3持股是因为不再看好公司吗？大都会最终回购了110万股——其中100万股来自伯克希尔——均价为630美元/股。巴菲特收回了6.3

亿美元，并且没有造成公司股价的大幅波动，仍旧是第一大股东，持有公司13%的股权。

多年以来，巴菲特观察过无数公司的运营和管理，大都会公司是在国内公众公司中最好的。为了证明这一点，在他买入公司时，他就将未来11年的投票权交给了墨菲和伯克，条件是只要他们中的任何一位仍然继续管理该公司。如果这还不足以让你体会巴菲特对他们的高度信任，请看他曾说过的：“墨菲和伯克不仅是优秀的管理人，而且是人们愿意将女儿出嫁的好对象。”<sup>[24]</sup>

## 可口可乐公司

1988年秋天，可口可乐总裁唐纳德·基奥发现有人在巨量买入公司的股票。经历了1987年股市崩盘，可口可乐的股价较之崩盘前的高价低25%。但股价已经触及地板价，因为“一些神秘的买家通过大宗交易吃货。”当基奥发现所有这些买单均来自中西部的经纪商时，他突然想到了他的朋友沃伦·巴菲特，并决定打个电话给他。

“你好，沃伦，”基奥开始说，“你不是恰好正在买入可口可乐吧？”巴菲特顿了一下，然后说：“巧得很，我正在买入。但是如果你能在我发表声明之前保持沉默，我将非常感激。”<sup>[25]</sup> 如果巴菲特买入可口可乐股票的消息走漏，人们将会蜂拥而进，最终推高股价，那伯克希尔的入货目标就可能无法完成。



1989年春天，伯克希尔的股东们获悉巴菲特动用10.2亿美元购买可口可乐的股票，占到可口可乐公司股本的7%，也是伯克希尔投资组合的三分之一。这是时至今日，伯克希尔最大的单笔投资，令华尔街都挠头。对这家卖汽水的百年老店，巴菲特的出价是5倍市净率和超过15倍的市盈率，均较市场有溢价。奥马哈的先知到底看到了什么别人没有看见的东西？

可口可乐是世界上最大的饮料公司，在全世界200多个国家销售超过500种充气和不充气饮料。在这500个品种里，有15个品牌估值超过10亿美元，包括可口可乐、健怡可乐、芬达、雪碧、维他命水、动乐、美汁源、简易、乔治亚、戴尔山谷。

巴菲特与可口可乐的关系，可以回溯到他的童年时代，他5岁时第一次喝到可口可乐。不久之后，他就开始显现出企业家精神，你或许还记得第1章里提到的，他花25美分批发来六罐可乐，然后以5美分一个的价钱卖出去。在接下来的50年里，虽然他目睹了可口可乐非凡的成长，却没有买，取而代之的是，他买了纺织厂、百货公司、农场设备制造商。即便在1986年，当可口可乐公司的樱桃可乐，被伯克希尔公司选为年会的正式官方饮料时，巴菲特还是一股可口可乐都没买。直到两年之后，1988年的夏天，巴菲特开始买入。

## 准则：简单易懂

可口可乐的生意相当简单，公司购买大宗原材料，然后根据配方生产

浓缩原浆，卖给装瓶商，再由他们将浓缩原浆与其他成分合成成品。装瓶商将成品卖给零售商，包括小商铺、超市、自动贩售机。公司也面向餐馆和快餐连锁店提供软饮料，在那里，它们被分装在杯子和玻璃瓶里卖给顾客。

## 准则：持续的经营历史

没有哪家公司能与可口可乐的持续运营历史相提并论，创立于1886年的可口可乐只卖一种产品，大约130年后的今天，可口可乐仍然卖着同样的饮料，辅以少许其他产品。重大的不同在于，公司的规模和覆盖的地域版图，早已不可同日而语。

进入20世纪之时，公司雇佣了10名推销人员跑遍全美，那时一年销售116492加仑的糖浆，销售金额达到148000美元。成立50年之后，公司年销售2亿件软饮料（销售单位从以加仑计变为以件计）。巴菲特说：“很难找到一个公司能与可口可乐相比较，有十年的记录、销售不变的产品。”<sup>[26]</sup>今天，可口可乐公司是世界上最大的饮料、速溶咖啡、果汁、果汁饮料提供商，每天售出17亿份。

## 准则：良好的长期前景

1989年，在伯克希尔宣布它持有6.3%的可口可乐公司股权后，巴菲特接受了《塔特兰大宪章》的商业记者梅利莎·特纳的采访。她问了巴菲特一

个经常被提及的问题：为什么没有更早买入可口可乐的股票？巴菲特谈到了他在做最终决定时的想法。

他说：“让我们假设你将外出去一个地方十年，出发之前，你打算安排一笔投资，并且你了解到，一旦做出投资，在你不在的这十年中，不可以更改。你怎么想？”当然，不用多说，这笔生意必须简单、易懂，这笔生意必须被证明具有多年的可持续性，并且必须具有良好的前景。“如果我能确定，我确定市场会成长，我确定领先者依然是领先者——我指的是世界范围内，我确定销售会有极大的增长，这样的对象，除了可口可乐之外，我不知道还有其他公司可以做得得到。”巴菲特解释道，“我相对可以肯定，当我回来的时候，他们会干得比今天更好。”<sup>[27]</sup>

但是为什么在这个特定的时点买入呢？因为巴菲特所描述的可口可乐的商业属性早已存在了数十年。他说，吸引他目光的是发生在可口可乐领导层的变化，1980年罗伯托·戈伊苏埃塔成为公司董事长，唐纳德·基奥成为总裁。

变化是巨大的。整个20世纪70年代，可口可乐公司麻烦不断，惹起装瓶商的争议，美汁源园区的农民的受虐待指控，环境保护主义者指责可乐的单向容器加重了环境污染，联邦交易委员会指控公司的独占连锁体系违反了谢尔曼反垄断法。可口可乐的国际业务也是踉踉跄跄，因为公司授权以色列连锁，阿拉伯世界抵制可乐，拆毁了投资多年的工厂。日本曾经是增长最快的国家，却也是公司失误连连的地方，26盎司的可乐罐在货架上发生爆炸，此外，日本消费者对于公司在葡萄味芬达里加入人造煤焦油色

素感到气愤。当公司开发出使用真正葡萄皮的新款饮料时，却因为发酵变质被倒入东京湾。

整个70年代，可口可乐支离破碎，在饮料行业里也没有创新。尽管如此，公司依然继续创造着数以百万计的利润。保罗·奥斯汀1962年出任总裁，1971年出任董事长，他没有用赚来的利润在饮料行业里继续投资，而是打算多元化，投资水利项目、养虾厂，尽管利润微薄，还买了一个酒厂。股东们心怀怨恨地反对，认为可口可乐不应该与酒精有关。为了回击这种声音，奥斯汀花了史无前例的巨资大打广告。

同时，可口可乐净资产回报率高达20%，但税前利润率开始下滑。1974年，在熊市的末期，公司市值为31亿美元，六年之后，升至41亿美元。换言之，从1974年到1980年，公司市值的成长率仅仅是每年5.6%，严重跑输标普500指数。在这六年中，公司留存的每一美元仅仅创造了1.02美元的市值。

奥斯汀的独断专行损害了可口可乐公司荣誉与共的精神。<sup>[28]</sup>更糟糕的是他的夫人珍妮对公司造成的损害，她换掉公司经典的诺曼·洛克韦尔<sup>[29]</sup>的画作，用现代画重新装饰公司总部，甚至动用公司的喷气飞机四处搜寻艺术品。不过这可能是她的最后一单了，因为她的行为加速了丈夫的倒台。

1980年5月，奥斯汀夫人强令公司公园不再开放给员工享用午餐。她抱怨，落在地上的食物招引鸽子，破坏了草坪的美观。员工们的情绪低落

了极点。公司91岁高龄的家长、公司金融委员会主席罗伯特·伍德拉夫（曾经在1923~1955年领导公司）受够了，他要求奥斯汀辞职，起用罗伯托·戈伊苏埃塔替代他。

戈伊苏埃塔生长于古巴，是可口可乐第一个出生在外国的首席执行官，相对于奥斯汀的沉默寡言，他是个外向的人。他首先的行动之一，就是在加州的棕榈泉召集可口可乐公司50名高层开会，他说：“大家说说哪里出了问题，我想知道全部。一旦问题得到解决，我希望得到100%的忠诚。如果你们中仍有谁不满意，我们将给予妥善的安排，然后说再见。”<sup>[30]</sup>从这个会议开始，公司的启动了《八十年代的策略》，一个900字的小手册勾勒出可口可乐公司的目标。

戈伊苏埃塔鼓励他的经理们去冒合理的风险，他希望可口可乐首倡行动，而不是反馈。他开始削减成本，他要求可口可乐拥有的任何生意都必须优化其资产回报。这些措施迅速起效，利润率开始提升。

## 准则：利润率

1980年，可口可乐的税前利润率低至12.9%。利润率连续五年下跌，并且明显低于公司1973年18%的利润率。戈伊苏埃塔上任后的第一年，利润率恢复到13.7%。到1988年，巴菲特买入可口可乐股票的那一年，利润率已经攀升至创纪录的19%。

## 准则：净资产收益率

在《八十年代的策略》的小册子里，戈伊苏埃塔指出，公司将剥离全部无法产生令人满意的资产回报的生意。任何新投资项目，必须具备足够的成长潜力才予以考虑。可口可乐对于在呆滞的市场上战斗不再感兴趣。“提升每股盈利、提升净资产回报率才是这个游戏的主题。”戈伊苏埃塔声明。<sup>[31]</sup>他以行动践行自己的诺言：可口可乐酒业生意在1983年卖给了西格拉姆公司。

尽管公司在7年里取得了令人尊敬的20%的净资产回报率，但戈伊苏埃塔并未止步，他要求再接再厉，继续加油。到1988年，可口可乐公司的净资产回报率达到了31%。

以任何衡量标准来看，戈伊苏埃塔的可可口可乐都抵得上两个或三个奥斯汀时代的可口可乐。这种结果也反映到公司二级市场的市值上，1980年的市值是41亿美元，到了1987年年底，虽然10月份发生了股市崩盘，市值还是上升到141亿美元。这7年里，可口可乐公司的市值以19.3%的年复利速度成长，在此期间，可口可乐留存的每一美元，都产生了4.66美元的市场价值。

## 准则：坦诚

戈伊苏埃塔的《八十年代策略》包括了对于股东利益的考虑，“在下一个十年，我们将继续向股东承诺，保证和提升他们的投资。为了给予股东们超越平均水平的回报，我们必须选择能战胜通货膨胀的投资。”<sup>[32]</sup>

戈伊苏埃塔不仅需要保证公司业务成长——这需要投资资金，他还需要提升股东价值。为了达到这个目标，可口可乐公司提升利润率和净资产收益率，一边提高分红数量，一边降低分红率。整个20世纪80年代，公司的分红数量每年提高10%，同时，分红率从65%降低到40%。这使得可口可乐公司既能将更大比例的公司盈利投入扩大再生产以保证公司成长，同时又对得起股东。

在戈伊苏埃塔的带领下，可口可乐公司的愿景变得一目了然：管理层的主要目标，就是随着时间推移，将股东利益最大化。为了实现这一目标，公司专注于高回报的软饮料生意。如若成功的话，这种成功会表现为现金流的上升、净资产收益率的上升，最终，是股东回报的上升。

### 准则：理性

净现金流的上升不仅能使可口可乐公司提高给股东的分红，而且使公司有机会首次尝试回购公司股份。1984年，戈伊苏埃塔宣布，公司将在公开市场回购600万股公司股票。只有当内在价值高于股票市价，回购股份才是明智理性的。这种由戈伊苏埃塔首创的回购机制，旨在提高股东的净资产回报率，这表明可口可乐公司已经到了引爆点。

### 准则：股东盈余

1973年，可口可乐公司股东盈余（税后利润+折旧-资本开支）是1.52



亿美元。到1980年，股东盈余达到2.62亿美元，成长率为年复利8%。从1981年到1988年，股东盈余从2.62亿美元上升到8.28亿美元，成长率为年复利17.8%。

如果我们以十年为期观察可以很明显看到，可口可乐的股价反映出了股东盈余的增长。从1973年到1982年，可口可乐公司股票回报的增长率为6.3%。在接下来的十年中，从1983年到1992年，在戈伊苏埃塔领导的新政下，公司平均的年复利回报为31.1%。

### 准则：抗拒惯性驱使

当年戈伊苏埃塔接手公司之初，他首先抛弃了前任董事长保罗·奥斯汀发展的不相关的产业，回归公司的核心业务：卖糖浆饮料。这是可口可乐公司抗拒惯性驱使的明证。

无可否认，让公司回归为一个单一产品的企业，这是个大胆之举。更令人称道的是，当整个行业都在竞相多元化的时候，戈伊苏埃塔却有反其道而行之的心智与行动力。当时的几家饮料业巨头都在用它们的盈利投资一些非相关的行业，安海斯-布希公司用它们从啤酒业务赚来的钱投资主题公园。百富门公司（Brown Forman），一家酒业巨头，用其利润投资了瓷器、水晶、银、箱包生意，所有这些投资的回报都非常低。施格兰公司（Seagram），一家全球烈酒和红酒商家，买下了环球影城乐园。百事可乐（可口可乐最大的竞争对手），买下了休闲食品公司（菲多利公司）和餐

馆，包括塔可钟、肯德基、必胜客。

更重要的是，不仅戈伊苏埃塔的行动专注于公司最大、最重要的产品，而且整个公司资源都向最具利润率的业务倾斜。因为销售饮料的利润远远大于其他业务，公司将盈余再投资仍然投向回报最高的业务。

## 准则：确定价值

当巴菲特1988年首次购买可口可乐时，人们不禁要问：“可口可乐的价值体现在哪里？”当时，PE是15倍，股价是现金流的12倍，分别比市场平均水平高出30%和50%。巴菲特支付了5倍的市净率，这样只有6.6%的收益率，相对于长期国债9%的收益率，似乎并不具有吸引力。巴菲特愿意这样做是因为可口可乐无可比拟的商誉，公司用相对较少的资本支出，能够取得31%的净资产回报率。巴菲特解释，股票的价格说明不了价值。可口可乐的价值和其他企业一样，取决于未来公司存续期内，所有预期股东盈余的折现。

1988年，可口可乐公司股东盈余为8.28亿美元，美国30年期国债的利率（无风险利率）是9%。以1988年盈余，使用9%作为贴现率，可以算出公司价值92亿美元。当巴菲特购买可口可乐时，公司的总市值为148亿美元。猛一看，巴菲特买高了，但是别忘了，92亿美元的估值是基于当时盈余的计算。如果有买家愿意多付60%的代价，一定是因为看到了可口可乐公司未来成长的机会。

分析可口可乐公司，我们会发现，从1981年到1988年，公司的股东盈余年成长率为17.8%，高于无风险利率的水平。在这种情况下，分析人员会使用两段贴现法进行分析，假设公司未来的一段时间以高速增长，然后以稍慢些的水平增长，在这两个不同阶段，使用不同的贴现率，然后相加，得出公司的估值。

我们可以用两段法计算1988年公司未来现金流的现值。1988年可口可乐股东盈余是8.28亿美元，如果我们估计它能在下一个十年里，保持15%的增长（这是一个合理的预估，因为这低于它过去七年的平均增长率），届时股东盈余将达到33.49亿美元。让我们继续测算，从第11年起，它的增长率降低到了每年5%，用9%的贴现率（当时的长期国债收益率），我们可以推算出，在1988年可口可乐的内在价值是483.77亿美元。

我们可以重复用不同的增长率假设进行计算。如果我们假设可口可乐下一个十年的股东盈余增长率是12%，然后是5%的增长率，以9%贴现率，公司当下内在价值为381.63亿美元。如果下一个十年增长10%，然后5%，那么价值是324.97亿美元。即便我们假设可口可乐今后的所有增长率只有5%，公司也至少值207亿美元。

## 准则：以有吸引力的价格买入

1988年6月，可口可乐的股价大约是10美元/股（已做除权调整），随后的10个月，巴菲特共投资10.23亿美元，买入9340万股，他的平均成本为

10.96美元/股。到了1989年年底，对可口可乐的投资占到了伯克希尔公司投资组合的35%，成为绝对的重仓股。

自戈伊苏埃塔80年代开始接管公司起，可口可乐的股价每年都在上涨。在巴菲特第一次出手的前五年，股价年均上涨18%。公司前景如此美好，以至于巴菲特无法以更低的价格买入。他告诉我们，价格和价值是两码事。

1988年和1989年在巴菲特买入期间，可口可乐的估值平均在151亿美元左右，但巴菲特的估值是207亿美元（假设5%的股东盈余增长）、或381亿美元（假设12%的增长），或483亿美元（假设15%的增长）。巴菲特的安全边际——相对于内在价值的折扣——从保守的27%到乐观的70%。

巴菲特说，最好的生意是那些长期而言，无需更多大规模的资本投入，却能保持稳定高回报率的公司。在他心目中，可口可乐是对这个标准的完美诠释。在伯克希尔买入十年之后，可口可乐公司的市值从258亿美元上升到1430亿美元。在此期间，公司产生了269亿美元利润，向股东支付了105亿美元分红，留存了164亿美元用于扩大再生产。公司留存的每一美元，创造了7.20美元的市场价值。到1999年年底，伯克希尔最初投资10.23亿美元持有的可口可乐公司股票市场价值116亿美元，同样的投资，如果放在标普500指数上只能变成30亿美元。

## 通用动力公司

通用动力公司是个军工企业，1990年，它在美国是仅次于麦克唐奈·道格拉斯的第二大国防产品承包商，它的产品包括给军方提供导弹系统、防空系统、航天飞船、战斗机（F-16等）。1990年公司综合营业额为100亿美元，1993年营业额下降到35亿美元，尽管如此，公司的股东价值在此同期却上升了7倍。

1990年，柏林墙的倒塌，标志着长期的、代价高昂的冷战的结束。次年，苏联也随之解体。伴随着每一次来之不易的胜利，从二战到越南战争，美国都会大规模精简重整一次国防资源。现在，冷战结束了，美国军工企业处于再一次的重整之中。

1991年1月，通用动力公司任命威廉·安德斯为CEO时，公司股价处在十年的低点19美元/股。起初，安德斯试图让华尔街相信，即便国防工业缩减了预算，通用动力公司依然颇具价值。他开始着手重组公司结构，希望去除那些引起分析师歧义的财务上的不确定性。他削减了10亿美元资本性开支和研发费用，裁员数千人，建立了基于公司股价表现的激励机制。

安德斯意识到国防工业的根本性变化，他大踏步地进行变革，而不是小打小闹。大规模的国防订单在缩减，小规模订单令公司缩减规模，向非军工领域进行多元化的发展。

## 准则：抗拒惯性驱使

1991年10月，安德斯专门定制了一份有关国防工业的调研报告，结论

并不乐观：国防军工类企业由军品转向民品，失败率为80%。只要军工企业保持产能过剩，这个行业中将没有一家企业能具有高效率。安德斯得出结论：如果想成功，必须理性地处理通用动力的生意。他决定通用动力只保留如下生意：①证明被市场接受的产品；②能够达到临界规模的产品，其研发和产能相匹配，能达到最佳经济规模和财务指标。未能达标的业务将被出售。

最初，安德斯相信通用动力应该专注于四个核心业务：潜艇、坦克、飞机和太空系统。这些业务在市场上居于领导地位，即便在收缩的军工市场中，它们依然保持强有力的地位。除了这些之外，余下的生意陆续被出售。1991年11月，通用动力将其数据系统以2亿美元卖给电脑科技公司。转年，将赛斯纳飞机公司以6亿美元卖给德事隆公司，导弹系统以4.5亿美元卖给休斯飞机公司。6个月之内，公司共出售了价值12.5亿美元的非核心业务。

安德斯的行动唤醒了华尔街，通用动力公司的股价1991年上升了112%。他接下来的动作引起了巴菲特的关注。

手握大量现金，安德斯声明，首先将满足公司流动性的需要；其次，减少债务以令公司财务更为健康。在减少负债后，通用动力产生的现金依然超出需求。由于在军工产业订单收缩的大背景下，增加产能是不明智的，同时向非军工产业扩张也多导致失败，在这种情况下，安德斯决定用多余的现金回馈股东。1992年7月，以荷兰式拍卖方式，通用动力以每股65.37~72.25美元回购了1320万股，减少了30%的股本。

1992年7月22日的早晨，巴菲特致电安德斯，告知伯克希尔公司购买了430万股通用动力股票。巴菲特告诉对方，通用动力公司令人印象深刻，购买是出于投资目的。同年9月，巴菲特将伯克希尔的投票权授予通用动力的董事会代为行使，条件是：只要安德斯还担任CEO。

## 准则：理性

在所有伯克希尔的投资组合中，通用动力投资案最具争议性。它完全不同于巴菲特之前的投资记录。该公司并不简单易懂，没有持续的杰出表现，也没有表现出长期的良好前景。不仅公司所处行业被政府控制（90%的销售来自政府合同），而且整个行业处于萎缩状态。通用动力公司利润可怜，净资产收益率也低于平均水平。更糟糕的是，公司未来的现金流不可确知。

那么，巴菲特如何确定其价值呢？答案是，巴菲特投资之初，并未将其当做长期持有的投资对象。他购买通用动力是作为一个短期对冲的机会，所以之前的那些条条框框没有发生作用。

巴菲特说：“我们购买通用动力是件幸运的事，在此之前，我很少关注该公司，直到去年夏天，该公司宣布以荷兰式拍卖方式回购30%的股份。见到有对冲的机会，我开始为伯克希尔买进这只股票，希望赚点小钱。”

[\[33\]](#)

但是随后，他改变了主意。最初的计划是参与荷兰式拍卖赚些小



钱，“但当我开始研究公司时，我关注到比尔·安德斯就任CEO不久即取得的成就，这令我睁大了眼睛。安德斯具有清晰、明确、理性的策略，做事专注，在执行中充满了紧迫感，并且结果也真的是非常漂亮。”<sup>[34]</sup>由此，巴菲特放弃了短期对冲的打算，决定成为长期持有者。

很清楚，巴菲特对通用动力的投资，是比尔·安德斯抗拒惯性驱使取得成功的明证。尽管有评论指出安德斯的行为令一家大企业解体，但安德斯辩护说，自己的行为只不过是让公司未能实现的价值货币化。他1991年接任之时，通用动力的股价仅仅是其账面值的六折，在此之前的十年，公司对于股东的回报是年复利9%，而同行是17%，同期标普500指数是17.6%。巴菲特看到的是一个股价低于净资产、产生现金流、着手进行资产剥离计划的企业。此外，最重要的是，其公司管理层以股东价值为行为导向。

尽管早先通用动力公司认为飞机和太空系统部门是核心业务，安德斯还是决定卖掉它们。飞机部门卖给洛克希德公司，当时通用动力、洛克希德和波音三家公司合作各占1/3股份，共同发展下一代战术战斗机——F22。在买下通用动力1/3的份额后，洛克希德在F22项目中占有2/3，波音占1/3。太空系统部门卖给了马丁·玛丽埃塔公司，这是家航天运载火箭制造企业。出售这两项业务给通用动力公司带来了17.2亿美元现金。

随着现金滚滚而来，公司选择继续回馈股东。1993年4月，公司派发了每股20美元的特别红利。同年7月，公司又派发每股18美元的特别红利，10月再次派发每股12美元红利。1993年，公司总共派发每股50美元的特别红利给股东，并将季度分红从每股0.40美元提高到0.60美元。

从1992年7月到1993年年底，伯克希尔当初以每股72美元购买的股票，收到2.6美元的普通红利和50美元的特别红利，分红之后，每股价格上升为103美元。这笔投资在18个月的时间共录得116%的回报。毫无疑问，在此期间，通用动力公司的股价表现不仅超越同行，也远远超越了标普500指数。

## 富国银行

如果说通用动力公司是巴菲特最令人迷惑的投资案例，对于富国银行的投资就是最具争议的案例了。1990年10月，巴菲特宣布伯克希尔投资2.89亿美元购买500万股富国银行的股票，均价57.88美元/股。伯克希尔拥有10%的富国银行股票，成为该公司最大股东。

那年年初，富国银行股价还是86美元/股，但是随后，投资者开始抛弃加利福尼亚州的银行和信用社，他们担心席卷西海岸的房地产萧条，会导致银行在商业地产和住宅方面的坏账大幅增加。因为富国银行是加州最大的商业地产贷款提供者，投资者大幅抛售其股票，而卖空者也乘机兴风作浪。卖空的仓位在10月份跳升了77%，与此相反，巴菲特此时开始买进。

在伯克希尔成为第一大股东的第二个月，围绕着富国银行的战斗堪称是场重量级的较量。一方是巴菲特代表的看多一方，投了2.89亿美元押富国银行会上升；另一方是空方，打赌已经下跌49%的富国银行注定会继续下跌。美国最大的卖空商费什巴赫兄弟公司（Feshbach Brothers）与巴菲特

唱起了对台戏，该公司在达拉斯的一位基金经理汤姆·巴顿说：“富国银行就是一只死鸭子。我虽然不敢说它已经到了破产的境地，但它的确已经不堪一击。”<sup>[35]</sup> 巴顿的意思是富国银行的股价会从哪儿来、跌回哪儿去。保德信证券公司（Prudential）的分析师乔治·塞勒姆说：“巴菲特以买便宜货和长期持有闻名，但是加州很可能成为下一个得克萨斯州（房地产崩溃的危险之地）。”<sup>[36]</sup> 他指的是，发生在得克萨斯州的由于能源价格下滑导致的银行危机。《巴伦》杂志的约翰·李休说：“如果他在底部买入银行股，巴菲特并不担心等的时间更久些。”<sup>[37]</sup> 巴菲特非常熟悉银行业务。早在1969年，伯克希尔就购买过98%的伊利诺伊国民银行信托公司。《银行控股法案》出台之后，要求伯克希尔剥离银行业务，在此之前，巴菲特在伯克希尔的年报中，每年都会提到银行的营收与利润情况。银行业务在伯克希尔掌控的企业占有一席之地。

就像杰克·林沃尔特帮助巴菲特懂得保险业的复杂一样，伊利诺伊国民银行的董事长吉恩·阿贝格教会巴菲特认识银行业务。巴菲特知道，如果能够谨慎放贷和控制成本，银行是个有利可图的生意。“经验表明，那些不知控制成本的企业经理人，总会在花钱方面足智多谋，”巴菲特说，“而那些善于控制成本的经理人却总是能找到节约的新途径，尽管他们已经干得很好。在这方面吉恩·阿贝格是个好榜样。”<sup>[38]</sup>

## 准则：良好的长期前景

富国银行可不是可口可乐，很难想象可口可乐会失败，但银行是完全

不一样的生意模式。银行可能失败，而且历史上，的确有很多银行破产。巴菲特指出，银行的失败多归咎于管理层的失误，他们发放那些非理性的贷款。银行业的总资产通常是净资产的20倍，所以，任何一个管理上的愚蠢的小失误，都足以侵蚀一家银行的全部净资产，导致其破产。

但银行成为一个好的投资标的也不是不可能的，巴菲特说，如果管理层知人善任，银行能产生20%的净资产收益率。尽管这低于可口可乐，但高于大多数企业。巴菲特解释说，如果你是一家银行，你不必想着成为第一名，只要考虑如何管理好你的资产、负债、成本就可以了。像保险公司一样，银行业非常像是普通商业类生意。如我们所知，在一个普通商业类企业里，管理层行为经常带有显著的特征。在这方面，巴菲特选择了业内最佳的管理团队，“在富国银行，我们得到了业内最好的经理人：卡尔·赖卡特和保罗·黑曾。他们常常让我想起大都会/ABC公司的最佳拍档：汤姆·墨菲和丹·伯克。每一对都比单个强。”<sup>[39]</sup>

## 准则：理性

1983年，当卡尔·赖卡特成为富国银行董事长后，他开始将一个呆滞的银行转变为一个盈利的生意。自1983年到1990年期间，富国银行的总资产收益率为1.3%，净资产收益率为15.2%。1990年富国银行成为美国第十大银行，拥有560亿美元的总资产。赖卡特如同巴菲特称赞的一样，是个理性的人。虽然他没有进行股份回购、或发放特殊红利来回报股东，但他以所有者利益的角度出发来管理富国。就像大都会/ABC公司的汤姆·墨菲一

样，他在控制成本方面能力超群。一旦成本被控制下来，赖卡特绝不会让它再反弹，他总是不停地寻找改善利润的方法。

衡量一家银行运营效率的指标是运营（例如非利息）成本对净利息收入之比<sup>[40]</sup>。富国的这一指标比美洲第一洲际银行高出20到30个百分点。赖卡特像一个实业家一样管理富国银行，他说：“我们把这个公司视为一个生意， $2+2=4$ ，不是7或8。”<sup>[41]</sup>

巴菲特1990年购买富国银行的时候，它是全美主要银行中商业地产贷款比率最高的银行，达145亿美元，5倍于其净资产。由于加州的衰退趋于恶化，分析家们指出这些贷款的大部分会有麻烦。出于这个原因，富国的股价在1990年和1991年大跌。

由于联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC）的破产敲响了警钟，令监管当局严格审视了富国银行的贷款组合，并强令其1991年做出13亿美元的坏账拨备，次年又进行了12亿美元的拨备。由于拨备是逐季进行，每做一次声明，投资者心中就收紧一次。相对于一次性做出拨备，上述拨备过程进行了两年之久，这令投资者开始心中打鼓：富国银行能否挺到最后？

1990年在伯克希尔宣布购买富国银行之后，股价短暂回升，1991年年初达到98美元/股，令伯克希尔的账面多出了2亿美元的利润。但到了1991年6月，当富国宣布进行了新一轮新的坏账剥离时，股价连续两天下跌了13个点，到74美元。尽管在1991年年底股价略微回升，但富国依然需要进行又一次有损利润的坏账拨备。年底，收盘于58美元/股，就像坐了一次过山

车，伯克希尔投资此时又回到了不亏不赚的状态。“我低估了加州的衰退程度和房地产的麻烦。”巴菲特说。<sup>[42]</sup>

## 准则：确定价值

1990年富国银行净利润是7.11亿美元，较1989年上升18%。第二年，由于坏账拨备，净利润是0.21亿美元，1992年净利润攀升至2.83亿美元——仍然比两年之前少一半。毫无疑问，公司利润与坏账拨备之间存在反向关系。但是，如果将富国银行的坏账准备从损益表中拿掉，你会发现富国具有惊人的赚钱能力。自1983年起，富国净利息收入年均增长11.3%，非利息收入（投资顾问费、信托收入、存款收费）增长率达到15.3%。如果你将1990年、1991年的坏账拨备剔除，富国将具有盈利10亿美元的能力。

一个银行的价值在于其净资产加上未来持续经营的盈利。当伯克希尔1990年购买富国银行时，公司前一年的盈利是6亿美元，美国政府30年国债的平均利率是8.5%。保守起见，我们用9%作为贴现率，以1989年的6亿美元折算，那么富国银行价值66亿美元。如果未来30年，富国银行的盈利不比6亿美元多一分钱，那么它就正好值66亿美元。当巴菲特1990年以58美元/股买入时，富国总股本有5200万股，这相当于公司的总市值为30亿美元，比起估值低55%。

当然，围绕富国银行的争论中心在于，如果考虑到公司贷款质量问题，该银行是否仍然具有盈利能力？做空者说没有，巴菲特说没问题。他

知道购买富国不可能没有风险，他清醒的逻辑是这样的：“加州银行面临着一个大地震的特殊风险，这样的浩劫会重创借款人，随之将会毁掉借款的银行。第二个风险是系统性的，经济收缩或金融恐慌如此严重，将会打击每一个高杠杆企业，无论其管理是好是坏。”<sup>[43]</sup> 巴菲特判断，这两种风险同时爆发的可能性很小。但他指出，还有一种可变的风险，“由于房地产供给过度 and 银行贷款的过度扩张，市场担心西海岸的不动产价值将贬值，因为富国银行是房地产主要的放款人，它被认为尤其脆弱。”<sup>[44]</sup>

巴菲特知道，在不考虑平均每季度3亿美元的坏账拨备的情况下，富国银行有10亿美元的税前年度利润。他算了算，如果银行480亿美元中有10%出了问题，并在1991年计提损失，包括利息，平均30%的本金，富国银行将达到盈亏平衡点，甚至一年不赚一分钱，这当然令人痛心，但他计算出这是不可能的。他说：“在伯克希尔，我们乐意买那些暂时一年不挣钱的公司或投资项目，只要它将来预期能有20%的净资产增长。”<sup>[45]</sup> 当巴菲特能以五折价格购买股份时，这种吸引力更加强化了。

“银行业不一定是个坏生意，但经常是，”巴菲特说，“银行家们不是一定会干愚蠢的事情，但他们也经常干。”<sup>[46]</sup> 他认为愚蠢的银行家会贷出高风险的贷款，当巴菲特购买富国银行时，他打赌赖卡特不是愚蠢的银行家。”芒格说：“这完全是将赌注压在经理人身上，我们认为他们会比其他人更快、更好地解决问题。”<sup>[47]</sup> 伯克希尔的赌注得到了回报，到1993年年底富国银行的股价升至每股137美元。



## 美国运通

“我发现长期熟悉一个公司及其产品，有助于对其进行评估。”巴菲特说<sup>[48]</sup>。相对于自从小时候就分拆可口可乐来出售、投递《华盛顿邮报》、推荐他父亲的客户购买盖可保险股票，在伯克希尔的投资组合里，巴菲特与美国运通打交道的的时间最长。你或许会回忆起在20世纪60年代中期，在美国运通公司发生色拉油丑闻时，巴菲特合伙企业将40%的资产投资在美国运通的股票上。30年之后，伯克希尔累计持有美国运通10%的股票，价值14亿美元。

### 准则：持续的经营历史

尽管企业也有如同天气一样的周期变幻，但美国运通的主业自巴菲特合伙企业首次购买之后，基本上没有变化。它有三个业务部门：旅行相关服务（TRS）、金融顾问、运通银行业务。其中旅行相关服务部门发行著名的运通卡和运通旅行支票，该部门贡献了72%的公司营收。金融顾问业务（前身是IDS金融服务）是提供财务规划、保险和投资产品的部门，贡献了公司22%的营收。运通银行部门贡献了5%的营收。公司在全球有87个办公室，分布于37个国家。

公司的旅行相关服务部门预计能为公司持续盈利，该部门总是能产生大量现金以供公司发展。通常，当公司运营产生的现金超出其发展所需，如何处理多余的现金，将考验公司管理层的责任感。一些管理层以提高股

东分红或回购股份的方式通过了这项测试。另一些管理层则未能抵御惯性驱使，不断寻找新投资途径，用多余的现金扩展企业帝国的版图。很不幸，这种盲目扩张的情况发生在詹姆斯·鲁宾逊领导之下的美国运通身上。

当时IDS发现了一个有利可图的并购机会，鲁宾逊的计划是用TRS产生的现金去并购相关业务，令公司成为金融业的巨头。然而，鲁宾逊收购的希尔森·雷曼公司表现令人失望，它不仅不能养活自己，而且需要运通公司提供更多的资金才能维持运营。鲁宾逊共投资了40亿美元在这个项目上，最后实在没法填补这个大窟窿，被逼无奈，他给巴菲特打电话求援。巴菲特终于伸出援手，伯克希尔买了运通3亿美元的优先股，巴菲特首先是通过优先股的方式进行注资的，直到他觉得搞清公司的财务情况后，才有信心持有公司的普通股。

## 准则：理性

运通卡是美国运通公司皇冠上的钻石，这是众所周知的，遗憾的是，它缺乏认识和欣赏自己的管理团队。幸运的是，1992年终于有人慧眼识珠，当鲁宾逊黯然下台后，哈维·戈卢布成为新一任CEO。戈卢布发出与巴菲特一样的声音，当他谈及美国运通时，开始使用诸如特许经营权、品牌价值等名词。他的首要任务是加强TRS的品牌意识，重组资本结构，并准备出售希尔森·雷曼公司。

接下来的两年，戈卢布开始出售美国运通旗下表现不佳的资产，提高

盈利和净资产回报率。1992年他将公司的数据服务部门——第一数据公司公开上市，募集了10亿美元。次年，公司将其货币管理部门——波士顿公司——以15亿美元的价格卖给梅隆银行。不久，希尔森·雷曼公司被拆分为两个部分：希尔森零售部分被出售，雷曼兄弟部分以税务豁免的方式配售卖给了运通的股东们。

到了1994年，运通公司逐渐恢复了它原先的赚钱本色。公司的所有资源倾力支持旅行相关业务（TRS），管理层的目标就是将美国运通打造为“世界上最受尊敬的服务品牌”。公司每一次与公众的交流沟通，都强调美国运通的特许经营权价值。甚至IDS金融服务部门也更名为美国运通金融顾问。

现在各就各位、物尽其用，戈卢布的财务目标是：每年提升每股盈利12%~15%，净资产收益率达到18%~20%。1994年9月公布的报表，清楚地显示出美国运通公司管理层是理性的。公司董事会授权管理层，根据市场情况，回购2000万公司普通股。这消息对于巴菲特而言如同美妙的音乐。

夏天，巴菲特将伯克希尔公司持有的优先股转换为普通股。接着，他开始买入更多股票。截至年底，伯克希尔公司拥有美国运通2700万股股票，均价为25美元/股。在1994年秋天，美国运通完成了回购计划，次年春天，公司再次宣布将回购4000万股，占到公司总股本的8%。

很清楚，美国运通是家已经转变的公司。在卸下了希尔森·雷曼这个吃钱的大窟窿之后，公司成了下金蛋的母鸡，产出的现金远超出需求，公司

历史上第一次出现了多余的现金。巴菲特非常欣赏公司的惊人变化，他大幅提高了伯克希尔对于美国运通的持股，到1995年5月，他又增持了2000万股，这样累计持股接近美国运通总股本的10%。

## 准则：确定价值

自1990年之后，美国运通的非现金收入、折旧和摊销几乎与公司增添的土地、建筑和设备支出等值。当折旧和摊销基本上与资本支出相等时，公司的股东盈余基本上就是净利润。但是，由于公司飘忽不定的历史，很难估计美国运通的未来盈利成长率。在这种环境下，最好用非常保守的成长估算为好。

1994年年底，包括1993年出售子公司收入在内，美国运通盈利约14亿美元。你或许还记得，戈卢布的目标是每年提升12%~15%的收益。使用两段法估值模型：前十年盈利增长率10%，其后是5%（这低于管理层的预计），使用10%的贴现率（这已经保守了，因为30年国债的收益是8%），美国运通的内在价值为434亿美元，或每股87美元。如果公司能保持12%的增长率，那么其内在价值为500亿美元，或每股100美元。这就是说，巴菲特几乎以三折的价格买了美国运通，这真是巨大的安全边际！

## IBM

2011年10月，巴菲特在接受CNBC电视采访时，宣布伯克希尔公司投

资了IBM，我肯定当时很多伯克希尔的股东都在挠头。毕竟，巴菲特多年以来一直在说，他没有兴趣投资高科技股票。“即便我花所有时间思考下一年度的高科技走势，在分析这些公司时，我仍然会排在全国最聪明的第100个、1000个或者10000个人之后。”巴菲特曾经说。<sup>[49]</sup>

巴菲特不买高科技公司的原因并不是他不懂这些公司，实际上他很懂，真正的原因是预测这些公司未来的现金流非常困难。高科技公司由于行业本身的不断更新，使得其技术所带来的特许经营权的寿命非常短暂。对于像可口可乐、富国银行、美国运通、强生、宝洁、卡夫食品、沃尔玛这样的企业，巴菲特自信能预见它们的未来，但对于像微软、思科、甲骨文、英特尔这样的高科技公司，巴菲特觉得无法预见其未来。按照这个思路，IBM也应在高科技公司的名单上。

但是到了2011年年底，伯克希尔买进了6390万股IBM股票，相当于5.4%的总股本。这项涉资108亿美元的大胆投资，是巴菲特有史以来做出的最大单一股票投资。

## 准则：理性

在2011年伯克希尔股东大会上，当巴菲特向股东们介绍IBM的投资时，很多人以为会听到一堂关于IBM高级信息处理技术竞争优势的速成课。但他们得到的教程，却是关于普通股回购的价值，以及如何明智地看待公司策略的长期远景。

巴菲特开始说：“所有人都知道，IBM的CEO郭士纳（Lon Gerstner）和彭明盛（Sam Palmisano）干得非常棒，他们使公司从20年前的破产边缘，转变到辉煌的今天，他们的运营成就真的非常杰出。”<sup>[50]</sup> 很难想象，20年前，已有百年历史的IBM接近崩溃的边缘。1992年，IBM宣布亏损50亿美元，从来没有哪个美国公司在一年时间里亏掉这么多钱。次年，郭士纳开始带领公司转变，在他的畅销书《谁说大象不能跳舞》（2002年哈珀柯林斯出版）中，郭士纳描述了他的策略，包括卖掉利润率不高的科技硬件资产，向软件和服务转型。之后的2002年，彭明盛成为CEO后，他卖掉了个人电脑业务（买家为中国的联想），通过专注于服务、互联网、软件业务，使公司保持了又一个十年的增长。

巴菲特接着说：“公司金融财务管理也同样非常出色，我认为没有哪一家公司有比之更优秀的金融人才，以至于没有哪一家大公司的股东能享受IBM股东这样的盈利提升。公司非常智慧地使用资金，总是基于现金考虑进行能增加价值的并购，大量回购自家的股票。”<sup>[51]</sup>

1993年，IBM总股本为23亿股。十年之后，在郭士纳退休、彭明盛接任CEO之时，总股本已下降为17亿股。在这十年的时间里，郭士纳回购了26%的股份，同时将分红提升了136%。这种风格在其后任身上继续传承，在随后的十年，公司回购令总股本从17亿股减少到11亿股，减少36%。两个人加起来，回购了超过半数的公司股份。如果这还不够令你印象深刻的话，彭明盛在任的十年，还将分红从每股0.59美元提高到3.30美元，上升460%。

在高科技四巨头——IBM、微软、英特尔、思科中，只有一家公司的近期股价超过了1999年高科技泡沫狂潮时的价格巅峰，这就是IBM。1999年年底，IBM每股112美元，到2012年年底，股价为191美元。相比之下，上述同期，思科从每股54美元到19美元，英特尔从42美元到20美元，微软从52美元到27美元。并非IBM公司的整体盈利比其他公司增长得多，而是因为IBM每股的价值增长较其他公司多。从1999年到2012年，微软回购减少了19%的股本，英特尔和思科减少了23%，而IBM减少了36%。

还记得巴菲特提到的观念吗？在他开始购买一家公司的股票时，他喜欢市场对其价值的认识滞后，因为这样可以让他有机会买进更多的便宜货。在公司回购股份时，这个道理同样适用。“如果伯克希尔购买的企业正好在回购其股份，我们希望两件事情：首先，公司的盈利长期而言处于正常的上升通道中。其次，我们当然也希望公司的股价，在相当长的时期里表现不佳（这样就可以买到更多的便宜货）。”IBM未来五年可能动用500亿美元进行股份回购，巴菲特对此评价说：“作为像伯克希尔这样的长期投资者，这是值得欢呼的时刻。我们希望IBM股价在未来的五年保持低迷的状态。”<sup>[52]</sup>

在普遍迷恋短期表现的股市中，希望自家的股票长期低迷，听起来很奇怪。但如果真是一个长期投资者，这实际上是相当理性的想法。听听巴菲特是怎么算账的，“比方说，IBM的股价是平均每股200美元，那么公司花500亿美元能回购2.5亿股，这样在IBM的9.1亿总股本中伯克希尔的持股就占到7%。如果股价上涨，股价在这五年中平均每股300美元，那么公司



花500亿美元只能回购1.67亿股，五年之后，在公司9.9亿总股本中，伯克希尔只占到6.5%。”<sup>[53]</sup>是7%还是6.5%，二者的差距是巨大的。在较低的股价环境中，伯克希尔可以多出1亿美元的盈利，这意味着五年之后，伯克希尔公司的价值多出15亿美元。

## 准则：良好的长期前景

巴菲特说参与IBM这个PARTY他来晚了。像1988年的可口可乐、2006年的伯灵顿北方圣达菲铁路公司，在他顿悟行动之前，整整读了五十年的年报。他说，顿悟的灵感发生在2011年3月的一个周六。他引用梭罗的话：“并非你用眼睛看到了什么，而是你的心突然开悟了。”巴菲特向CNBC披露，IBM拥有的寻找和留住客户方面的竞争优势，像一道灵光“击中眉心”，令他豁然开朗。<sup>[54]</sup>

信息技术（IT）服务业是动力，全球在这方面的领导者，非IBM莫属。<sup>[55]</sup>全球信息技术产业每年的市场规模超过8000亿美元，涉及方方面面，可以被分为四个部类：咨询、系统集成、IT资源外包、业务流程外包。前两类合在一起占了IBM营业收入的52%；其余部分，32%来自第三类IT资源外包，16%来自业务流程外包。

在咨询和系统集成方面，IBM是全球的老大，比第二名埃森哲公司领先了38个百分点。在IT资源外包方面，IBM依旧是全球老大，比第二名的竞争对手惠普公司领先了78个百分点。在业务流程外包方面，IBM排在全

球第七的位置。

在高科技行业里，信息技术被认为是成长防御行业。高科技行业中，技术的部分例如硬件和半导体更具有周期性的性质，而服务的部分则具有相对稳定增长的前景。IT行业更具弹性，因为它的收入来源于大企业和政府机构，这些机构的预算通常不会任意变动。这样，IT行业的咨询、系统集成、IT资源外包被视为具有了类似护城河的性质。根据晨星公司科技部助理总监格雷迪·伯克特的分析，公司的声誉、历史记录、客户关系等这样的无形资产都是咨询和系统集成方面护城河的资源。在IT资源外包方面，切换成本和规模优势可以创造自身的护城河，这些保证了IBM一旦获得客户，这些客户就会保持多年的忠诚。只有相对小的业务流程外包方面，不具备无形资产和切换成本的保护。

根据全球领先的信息技术研究咨询公司——加特纳公司的分析，IT市场将以每年4.6%的速度增长，预计从2011年到2016年，其规模将从8440亿美元增长到10500亿美元。

### 准则：利润率、净资产收益率、一美元前提

IBM在郭士纳的带领下，从硬件转向咨询和软件；紧接着，在彭明盛领导下，摆脱利润低下、普通商品化的技术产业，转向高利润、具有护城河性质的咨询、系统集成、IT外包方面。在1994年郭士纳接手时，IBM的净资产收益率为14%，到他2002年退休时，净资产收益率已达35%。彭明

盛在前任的基础上继续前行，他甚至将该指标推至更为惊人杰出的地步，在他2012年退休之时，IBM的净资产收益率达到62%！

净资产收益率的提高，部分归因于公司回购股份减少资本金。但更为主要的原因在于，公司脱离了低利润率业务，转向高利润的咨询和资源外包业务。2002年，IBM的净利润率为8.5%，到十年之后公司净利润率达到15.6%。

从2002年到2011年的十年里，公司共取得净利润1080亿美元，其中支付股东分红200亿美元，留存880亿美元进行再投资，包括资本再投、收购、回购。同期，公司的市值增加了800亿美元。这不太符合巴菲特关于“留存一美元至少创造一美元市值”的理念，但考虑到这十年是大型公司的梦魇期，这个表现已经值得尊敬了。

## 准则：确定价值

2010年，IBM为股东创造了148亿美元的净利润。当年它的资本支出是42亿美元，折旧与摊销是48亿美元，相抵之后，股东盈余是154亿美元。一个能赚取154亿美元现金的公司应该值多少？按照约翰·伯尔·威廉斯（和巴菲特）的计算，一个公司未来的现金流折现。未来的现金流将取决于公司的增长率，巴菲特常用的贴现率是美国政府长期国债利率，他将其定义为无风险利率。请记住，巴菲特在他的计算中不使用权益风险溢价这个概念，他使用他愿意支付的价格确定安全边际，以调节风险。

应用该理论，我们可以自己计算一下IBM价值几何。用两段贴现法，我假设IBM前十年增长率为7%，之后为5%。然后，我使用10%作为贴现率——这已经比美国10年期国债利率的2%高出很多。贴现率越高，意味着要求的安全边际越高。这样计算下来，IBM价值326美元/股，比巴菲特支付的价格169美元高出近一倍。如果我们将公司未来的增长率调低为5%，接近加特纳咨询公司预计的IT服务行业的增长，价值约为279美元/股，仍比巴菲特的成本高出100美元。

看待这个估值问题的另一种方式是自问一下，什么样的增长率可以对应169美元/股的IBM公司？为了满足169美元的估值，IBM需要保持每年2%的永续增长率。读者也许会质疑之前的326美元或279美元的估值，但就像许多人一样，我相信IBM在未来十年的增长率一定会高于2%的速度。呵呵，这样一来，公平的估值应该在这两个估值之间的某处，这令人想起巴菲特的一句名言：“宁要模糊的正确，不要精确的错误。”

在很多方面，巴菲特购买IBM让我想起他买入可口可乐的案例，当时也有很多质疑的声音，因为巴菲特的买入价几乎接近历史最高点（就像IBM的例子一样）。很多人认为，可口可乐的业务很单一，增长又慢，好日子已经过去了（就像IBM）。当巴菲特购买可口可乐时，股价相当于市盈率15倍和12倍于现金流，这两个数据分别高出市场平均水平30%和50%。当我们运用各种不同的贴现法计算可口可乐的价值时，发现即便以溢价的股价计算，仍然有相当可观的折扣。假设，可口可乐的增长率降低至不可思议的5%，折现后依然显示公司价值207亿美元，比其市值高出近

151亿美元。

巴菲特买入可口可乐之后的十年，股价上涨了10倍，同期标普500指数的增长是3倍。在此我必须声明：我不能肯定地说未来十年IBM也会增长10倍，我只是想说，华尔街此时此刻所使用的各种会计比率进行估值的方式，在计算长期增长率方面可能并不适用，或者说，长期可持续的增长率会被市场标出错误价格。

对IBM未来成功的最大影响因素是公司未来的盈利水平。华尔街投资研究机构桑福德C.伯恩斯坦公司的高科技分析师托尼·萨科纳吉将IBM公司称为“IBM要塞，因为这个公司的盈利似乎不受行业周期的影响”。IBM是全球最大的向企业和政府提供信息技术支持的公司，以至于“预测都感到乏味”<sup>[56]</sup>。“预测都乏味”恰恰也是他们1989年对可口可乐的评价，而这类公司对于巴菲特却正中下怀。

我们知道，财务管理在一个公司的成功中，扮演了第二重要的因素。郭士纳和彭明盛的财务管理风格对继任者、新CEO罗睿兰（Ginni Rometty）仍然产生了深远的影响，在IBM的新五年计划——IBM金融模式和业务展望中，包含了500亿美元的股票回购计划。按照当前进展，到2030年IBM的总股本将减少到小于1亿股。当然，没有人可以肯定计划的执行会有变化，但这无法阻止巴菲特的梦想，他告诉股东们：“如果回购计划能将IBM的总股本减少到6390万股，我会打破我出了名的节俭，奖励伯克希尔每一位员工一个带薪假期。”<sup>[57]</sup>

## 亨氏食品公司

2013年2月，伯克希尔公司和巴西3G资本公司合作出资230亿美元，收购了H.J.亨氏食品公司，折合每股72.50美元，比前一天的收盘价溢价20%。

很明显，亨氏食品公司非常符合伯克希尔的胃口，它是世界上最知名的食品公司之一，在全球的识别度类似可口可乐和IBM。亨氏深红色的番茄酱，伴随着薯条和其他酱菜出现在千家万户的厨房餐厅里。2012年，公司营业额达到116亿美元，大部分销售来自欧洲，在新兴市场也迅速成长。巴菲特说：“这正是我们喜欢的公司类型。”<sup>[58]</sup>

## 准则：持续的经营历史

在药剂师约翰·彭伯顿发明可口可乐配方的18年前，亨利J.亨氏在宾夕法尼亚州的夏普斯堡开始了他的食品包装生意。公司1869年起步时是卖辣根酱<sup>[59]</sup>，1876年转向番茄酱。

1888年亨利·亨氏买断了另两个合伙人的股份，并重新将公司命名为H.J.亨氏食品公司。1896年公司打出了著名的口号：“57种变化”！据亨利·亨氏本人讲，这口号源于一天他在纽约市乘高架火车，看到一个鞋店的标语：“21种风格”。亨氏随机选取了“57”这个数字，其中选择“7”是因为它能带来积极的心理正能量。巴菲特注意到，1869年亨氏开始创业的那一年，正是巴菲特曾祖父西德尼创立杂货店的同一年。

## 准则：良好的长期前景

亨氏在全球番茄酱行业稳坐第一把交椅，在所有酱菜类行业名列第二。亨氏的未来发展如何，不仅取决于如何维护好当前市场份额的领先地位，也取决于如何在迅速成长的新兴市场站稳脚跟。亨氏做得很不错，今天，在公司销售额前十大市场中有7个是新兴市场。2010年它收购了福达中国公司，现在公司价值已经翻了一番。2011年它又收购了巴西的美洲康尼速食公司。

新兴市场对于亨氏到底有多重要？在过去的五年中，公司销售额的成长有80%来自新兴市场。在2012财年，公司20%的营收来自新兴市场，预计2013年这一数据将上升至接近25%。根据公司CEO威廉·约翰逊的测算，公司在新兴市场的内生性成长率在同行中名列第一。

## 准则：确定价值

2012年，亨氏公司报出9.23亿美元的净利润，3.42亿美元的折旧和摊销费用，4.18亿美元的资本支出，这样，公司股东盈余为8.47亿美元。但在公司年报中，我们发现另有1.63亿美元税后支出，用于遣散人员、资产计减和履行其他职责的成本。如果将这些非运营费用加回去，我们能估计出公司可以产生10亿美元的股东盈余。

用两段贴现法计算，我们估计公司将在10亿美元的基础上，未来十年能以7%的速度增长，之后保持5%的增长速度。以9%为贴现率（这是伯克



希尔通常持有优先股的条件)，可以得出价值96.40美元/股（巴菲特的购买价是72.50美元）。如果以较低的5%作为其永续增长率，公司价值应该在82.10美元/股。考虑到公司在过去五年的年复利增长率为8.4%，以及未来五年公司的增长，多来源于快速发展的新兴市场，我认为这个估值是保守的。

## 准则：以有吸引力的价格买入

如果公司今后十年能以7%的速度增长，之后保持5%的速度，巴菲特的买入价格则相当于内在价值的25%。即便以相当保守的5%增长率计算，也有12%的折扣。必须承认，在这笔交易中，没有我们在其他投资案例中见到的那么大的安全边际，但亨氏的吸引力超过了普通的折扣公式。

伯克希尔和巴西私募公司3G资本各自持有一半价值40亿美元的亨氏净资产。此外，伯克希尔还投资了80亿美元持有其可赎回优先股，票息9%。这个优先股有两个优势：首先，在未来的某个时点，可以显著的溢价赎回优先股；其次，优先股附带有期权，允许伯克希尔公司将来可以合适的价格另外购买5%的亨氏普通股。

总之，在这笔交易中，伯克希尔的所有投资综合起来有6%的回报，还不包括期权、优先股转股溢价和公司未来内在价值的成长。即使亨氏将来经营不善，伯克希尔还能收到优先股分红。甚至，万一公司破产了，伯克希尔也能在其他债权人之前，在重组亨氏公司时居于有利的地位。

## 准则：理性

从伯克希尔的投资组合中，很容易看出亨氏食品属于巴菲特喜欢的公司类型：生意模式简单易懂；具有长期持续的运营历史；而且，因为亨氏占据了新兴市场的有利地位，公司具有良好的长期远景。公司投资资产回报率（包括负债）为17%，股东权益回报率为35%。

但是在亨氏食品的投资案例中，与巴菲特做出的其他投资相比较，有两个特别需要警惕之处。首先，亨氏食品每1美元净资产对应有6美元的负债。伯克希尔持有的优先股9%所产生的利息占了公司盈余的相当部分。换言之，公司负债水平很高。

其次，公司更换了所有管理层，新的管理团队来自3G资本，它的主人是巴西最富有的人乔格·保罗·莱曼。

过去，巴菲特购买公司后，倾向于保留现有的管理团队继续运营。但在这个案例中，未来运营亨氏的角色由新的管理层担当。

巴菲特第一次遇见莱曼是在20世纪90年代，在吉列公司的董事会上。尽管莱曼和3G资本在美国并不知名，但他们在巴西的快餐业、银行业、啤酒业取得了巨大的成功。2004年，莱曼领导的规模较小的巴西美洲啤酒公司，与体量大很多的世界啤酒巨头比利时英博啤酒公司（成立于1366年，旗下有时代啤酒、贝克啤酒品牌）合并，这一事件被视为其事业的分水岭。2008年，在莱曼主导下，这家新公司支付520亿美元，与安海斯-布希

公司合并，这是迄今为止世界上最大的并购案。合并后的公司更名为安海斯-布希英博公司，成为啤酒行业全球老大。

2010年，3G资本以330亿美元收购了快餐连锁公司汉堡王，数周之内，就解雇了迈阿密总部的一半雇员600人，卖掉了公司行政专用飞机，并规定今后员工需要得到许可才能进行彩色打印。收购之后，3G资本削减了30%的运营成本。同时，每个连锁店都引进了新的产品，包括沙冰、小吃等，并进行了一场连锁店重塑运动，其费用由加盟商支付。2012年第四季度，汉堡王报出了靓丽的财报，现金流得到改善，利润翻了一番。

研究3G资本的投资管理和它做过的每一项成功投资，让我想起了被巴菲特称赞为世界上最好的管理者——大都会的墨菲，他大刀阔斧地削减不必要的成本、提高工作效率，和3G资本公司所做的一样。

一些人认为，3G资本作为私募机构，可能很快会将亨氏食品股份卖掉，而不会长期持有。莱曼坚持说，持有亨氏将是一个长期行为，就像他们长期持有啤酒公司，将其打造为整合啤酒业的一个平台，分享未来成长一样，他们也会将亨氏公司作为早期平台，用以整合和分享未来食品业的成长。

无论3G公司将来是持有还是卖出，巴菲特都乐于成为长期持有者。他说：“亨氏是3G的孩子。如果3G想卖出股份，我们也愿意接手。”<sup>[60]</sup>

## 一个共同的标准

通过这些投资案例，你可能会注意到贯穿其间的一个标准：沃伦·巴菲特从不着急卖出股票，即便在他买入后，这些股票表现良好，但股价短期的上升并不令他感兴趣，菲利普·费雪教会巴菲特持有企业好过持有现金。巴菲特说他“满足于无限期持有这些企业，只要它们能产出令人满意的资产回报，管理层能够诚信，以及股价没有过高。”<sup>[61]</sup>（这些是否令你想起那些准则？）如同他提醒股东的话，他喜欢的持有期限是“永远”。

通过这些令人难忘的案例，巴菲特将我们带到了硬币的另一面：在确定购买哪个股票时如何做出理性的决定？我们应该如何管理投资组合？这正是下一章的主题。

[1] Marv Rowland,"Mastermind of a Media Empire,"Working Women,November 11,1989.115.

[2] 2014年7月道琼斯指数已达17000点。——译者注

[3] The Washington Post Company Annual Report,1991,2.

[4] Berkshire Hathaway Annual Report,1992,5.

[5] Berkshire Hathaway Annual Report,1985,19.

[6] Chalmers M.Roberts,The Washington Post:The First 100 Years ( Boston:Houghton Mifflin,1977 ) ,449.

[7] Berkshire Hathaway Annual Report,1991,8.

[8] Ibid.,9.

[9] William Thorndike Jr.,The Outsiders:Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for.Success ( Boston:Harvard Business Review

Press,2012 ) ,9.110.

[10] Carol Loomis,"An Accident Report on GEICO,"Fortune,June1976,120.

[11] Although the 1973-1974 bear market might have contributed to part ofGEICO's earlier fall.its decline in 1975 and 1976 was all of its own making.In 1975,the Standard&Poor's 500 Index began at 70.23 and ended the year at 90.9.The next year.the stock market was equally strong.In 1976,the stockmarket rose and interest rates fell.GEICO's share price decline had nothing to do with the financial markets.

[12] Beth Brophy,"After the Fall and Rise,"Forbes,February 2,1981,86.

[13] Lynn Dodds,"Handling the Naysayers,"Financial World,August 17,1985,42.

[14] Berkshire Hathaway Letters to Shareholders,1977-1983.33.

[15] 当年美国通胀率极高。——译者注

[16] Andrew Kilpatrick,Warren Buffett:The Good Guy of Wall Street ( New York:Donald Fine,1992 ) ,102.

[17] Anthony Bianco,"Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules,"BusinessWeek,April 15,1985,34.

[18] Berkshire Hathaway Annual Report,1991,8.

[19] Bianco,"Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules."

[20] Dennis Kneale,"Murphy&Burke,"Wall Street Journal February 2,1990,1.

[21] Capital Cities/ABC Inc.Annual Report,1992.

[22] "A Star Is Born,"BusinessWeek,April 1,1985,77.

[23] Anthony Baldo,"CEO of the Year Daniel B.Burke."Financial World,April

2,1991.38.

[24] Berkshire Hathaway Annual Report,1985,20.

[25] Roger Lowenstein,Buffett:The Making of an American Capitalist ( New York:Random House,1995 ) ,323.

[26] Berkshire Hathaway Annual Report,1993,14.

[27] Kilpatrick,Warren Buffett:The Good Guy of Wall Street.123.

[28] Mark Pendergrast,For God,Country and Coca-Cola ( New York:Scribners,1993 ) .

[29] 诺曼·洛克韦尔 ( 1894-1978 ) 从16岁开始成为一个插画家 , 直到82岁 , 一生创作不断 , 曾被《纽约时报》誉为“本世纪最受欢迎的艺术家” , 其作品记录了20世纪美国的发展与变迁 , 最知名的作品是第二次世界大战期间创作的《四大自由》。

[30] Art Harris,"The Man Who Changed the Real Thing,"Washington Post,July 22,1985.B1.

[31] "Strategy of the 1980s,"Coca-Cola Company.

[32] Ibid.

[33] Berkshire Hathaway Annual Report,1992,13.

[34] Ibid.

[35] John Dorfman,"Wells Fargo Has Bulls and Bears;So Who's Right?,"Wall street Journal,November1,1990.C1.

[36] Ibid.

[37] John Liscio,"Trading Points,"Barron's.October 29,1990,51.

- [38] Berkshire Hathaway Letters to Shareholders,1977-1983.15.
- [39] Berkshire Hathaway Annual Report,1990,16.
- [40] Reid Nagle,"Interpreting the Banking Numbers,"in The Financial Services Industry-Banks,Thrifts,Insurance Companies,and Securities Firms,ed.Alfred C.Morley,25-41 ( Charlottesville.VA:Association of Investment Management and Research.1991 ) .
- [41] "CEO Silver Award,"Financial World,April 5,1988.92.
- [42] Gary Hector."Warren Buffett's Favorite Banker,"Forbes.October 18,1993,46.
- [43] Berkshire Hathaway Annual Report,1990,16.
- [44] Ibid.
- [45] Ibid.
- [46] R.Hutchings Vernon,"Mother of All Annual Meetings,"Barron's,May 6,1991.
- [47] John Taylor,"A Leveraged Bet."Forbes,April 15,1991.42.
- [48] Berkshire Hathaway Annual Report,1994,17.
- [49] Dominic Rushe,"Warren Buffett Buys\$1Obn IBM Stake,"The Cuardian,November 14,2011.
- [50] Berkshire Hathaway Annual Report,2011,7.
- [51] Ibid.
- [52] Ibid.,6.
- [53] Ibid.,7.



[54] Rushe, "Warren Buffett Buys \$10bn IBM Stake."

[55] I am grateful to Grady Buckett, CFA, director of technology at Morningstar, for his tutorial.

[56] Steve Lohr, "IBM Delivers Solid Quarterly Profits," New York Times, July 18, 2012.

[57] Berkshire Hathaway Annual Report, 2011, 7.

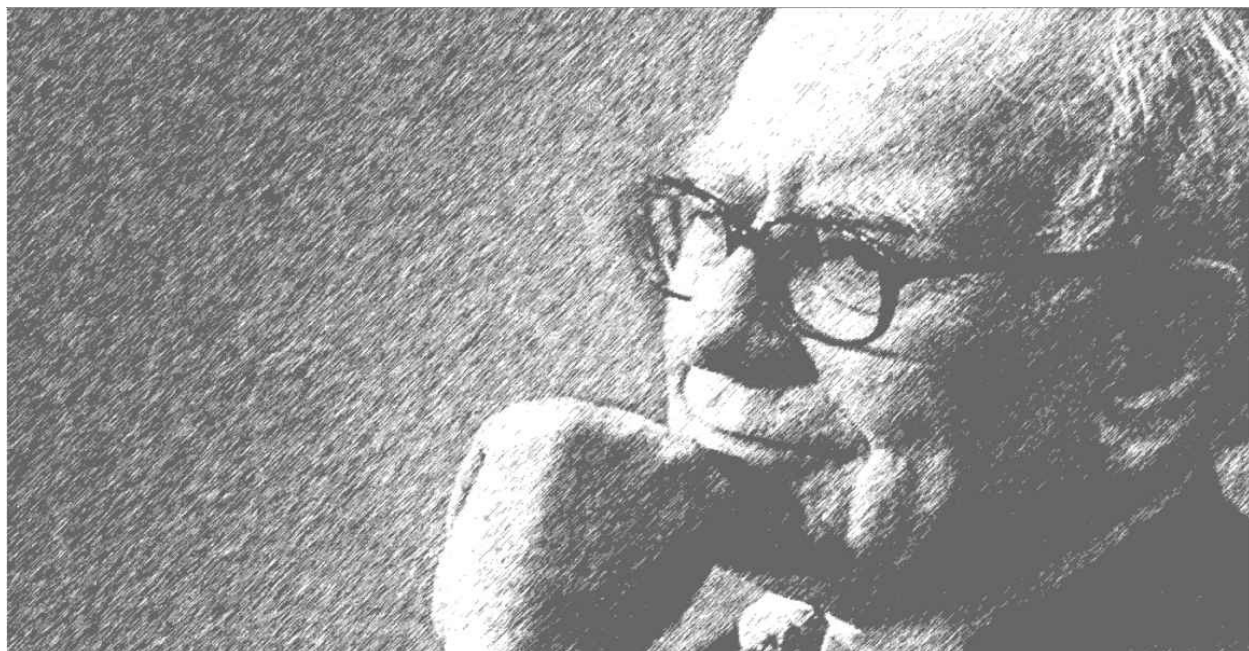
[58] Quote from Warren Buffett on CNBC, February 14, 2013.

[59] 一种类似芥末酱的东西。——译者注

[60] Michael de La Merced and Andrew Ross Sorkin, "Berkshire and 3G Capital in a \$23 Billion Deal for Heinz," New York Times, February 19, 2013.

[61] Berkshire Hathaway Annual Report, 1987, 15.

## 第5章 投资组合管理：投资数学



让我们来回顾一下，目前为止，我们学习了巴菲特购买企业或挑选股票的方法体系（当然，在他那里实际上是一回事），它建立在由12条准则组成的永恒原则之上。在很多伯克希尔收购或投资案例中，我们看到了这些准则的运用，包括著名的可口可乐案例、近期的IBM案例。我们还知道了来自他人的智慧如何融入了巴菲特的投资哲学之中。

但是，众所周知，决定买哪些股票只是故事的一半，另一半是投资组合的持续管理。

当我们想到管理投资组合时，多是想到一个简单的过程：买，卖，或持有。以巴菲特的想法，股价与其内在价值相比较后得出的安全边际，在股价大幅低于其价值时买入，在股价没有被高估时持有，在股价大幅攀升

时卖出。

然而，安全边际理论本身虽重要却不充分。我们在实际的组合管理中，还必须考虑巴菲特所运用的三个重要因素：

（1）他构建长期成长的投资组合的方法。

（2）他判断投资组合进展的测量方式。

（3）他在面临过山车般行情考验时控制情绪的方法（管理巴菲特投资组合的心理学挑战将在第6章讨论）。

关于华尔街的人们如何与金钱打交道的情形，好莱坞电影已经给人们留下了深刻的印象：同时接听两个电话，疯狂地记录着什么，同时盯着多个电脑屏幕，上面永远闪烁着不断跳动的数字，一旦股票价格下跌，便显出一脸痛苦的表情。

巴菲特与这样疯狂无度的生活完全无关，他自信且沉静，他无须盯着一大排电脑屏幕，对于每分每秒的价格变化毫无兴趣。他考虑的不是每分每秒，不是以天、月、季度为单位的股价变动，而是以年，甚至多年为单位。他不需要数以百计的电脑，因为他的持股数量集中而有限。他称自己为“专注的投资者。我们只投资于少数杰出的公司<sup>[1]</sup>”。这种集中投资的方法，大大简化了投资组合的管理任务。

集中投资看似简单，但却建立在精密复杂、相互交汇的基础上。在这个章节里，我们将仔细研究集中投资的问题，目标是给你一个新的方法去

思考投资组合管理。注意：这种新方法可能与你已经知道的投资方法格格不入。

当今有两种如同拔河比赛式的针锋相对的投资组合管理策略：①主动管理；②指数投资。

主动管理的投资经理们会经常买入、卖出大量不同的股票。他们这样工作是为了让客户满意，降低丢失客户的风险，最终能保住饭碗。主动型投资经理试图预测股票在未来几个月的表现，这样在每个季度末有好的表现，客户就会高兴。

指数型投资与此相反，是买进并持有方式。它会买入一系列股票，设计复制一个特定基准指数，例如标准普尔500指数。

主动型投资经理认为他们通过优秀的选股技能可以战胜指数。指数型投资的拥趸则以历史上的记录为证据，自1980年到2011年，仅有41%的大型基金的表现胜出标普500指数。<sup>[2]</sup>

从一个投资人的视角，这两种策略都有吸引之处。通常多元化降低风险，当持有大量不同行业的不同股票之后，投资人就像睡进了暖被窝一样感到安全舒适，不再担心他们的投资都放在一个地方，而灾难发生时可能导致全军覆没。通常情况下，这种思维有效，在多元化投资组合中，一只股票跌下去，另一只股票升起来，可以补偿前者。

主动型投资经理达到这个目标的方式，是增加组合里的个股数量。在

他们看来，投资组合里的股票数量越多效果就越好，十个好过一个，一百个好过十个。因此，一个传统的基金会持股超过100个不同的股票。指数型基金对此没有异议，因为通常指数本身就是多元化的反映。

这里引出了一个问题：我们听到多元化这个说法已经很久了，以至于对于其必然的结果都麻木了：这种多元化的结果就是回报的平庸。主动型投资和指数型投资都能满足多元化的愿望，但是，一般而言，它们都不能带给你优异的回报。

那么，巴菲特对于这两种投资策略的看法如何？就这两种方式——指数型和主动型而言，巴菲特毫不犹豫地选择指数型。如果一些投资人不能忍受较高的风险，对资本市场没有什么了解，那么参与指数型投资是一种从股票投资中获益的长期方法。巴菲特以他独特的风格说道：“通过定投指数型基金，毫无专业知识的投资人实际上会比大多数职业投资者干得更好。”<sup>[3]</sup>

然后，巴菲特指出还存在第三种可替代的、不同的主动策略，它可将指数型投资的优点大幅提升。这个方法就是集中投资。集中投资的精华之处在于：挑选几只长期而言，能产生超越平均水平回报的股票，将资金大量投在其上，在遭遇短期市场漩涡波动时，忍耐坚持。

从巴菲特的投资准则中，就可以看到对于优秀公司的集中投资。他所选中的公司，都具有长期优异的表现、稳定的管理层、高利润率，并且可预见未来会继续复制过去的成功。集中投资的核心在于：将你的投资集中

在那些可以超越平均表现的、提供最高回报的公司上。（源自数学领域的概率论奠定了集中投资的基础，在本章稍后，我们将更多讨论概率论。）

还记得巴菲特给一无所知的菜鸟投资人买指数的建议吗？他接下来的话更有意思：“如果你是一个还‘懂一些’的投资人，懂得商业经济，并能识别出五到十个具有长期竞争优势、标价合理的公司，那么所谓的多元化对你而言就是俗套。”<sup>[4]</sup>

传统老套的多元化问题出在哪里？问题就在于它大大提高了你买一些搞不懂的企业的机会，也就是提高了犯错的几率。那些“懂一些”的投资人运用巴菲特的准则，买5~10个股票，有机会对它们进行深入了解。而其他所谓多元化的投资人通常要关注10~20家公司。

我们在第2章中知道，巴菲特的思想深受费雪影响，而费雪在投资组合管理方面，以其集中投资而闻名，他总是说宁愿持有少数自己非常了解的优秀公司，也不愿意持有大量的平庸公司。正如我们所见，费雪的组合通常保持在10个公司以内，而且其中的三四家会占到总投资的75%比重。

费雪对于巴菲特的影响还体现在，当遇见重大机遇时，做出重大投资。今天，巴菲特以实际行动作为回应，他说：“在你做出投资时，你应该具有这样的勇气和信念，至少将你10%的身家放在那只股票上。”<sup>[5]</sup>

由此，你可以看出为什么巴菲特说，理想的组合持股不应该超过10只股票，因为每一个的仓位是10%。但是，集中投资并非简单地发现10只好股票，然后平均分为10份。即便组合中持有的10只股票都是好公司，其中



的一些一定具备更好的回报，那么它们将占据更大的份额。

喜欢玩二十一点的人对这种策略有着直观的感受，当他们占据优势时，会押下更大的赌注，在这一点上，投资者与赌博者基于同一学科——数学。伴随着概率论，数学为集中投资提供了理由：凯利优化模型。（细节我们将在本章稍后论述。）凯利用概率计算优化，在这个案例中，最优化的选择是只押上一只。

集中投资与广泛持股、高频交易的方式完全不同。尽管持有优秀标的集中投资，在主动型策略的长期表现中会领先于指数，但它也要求投资人具有耐心，尤其在其他投资策略表现更好的情况下。在相对较短的期限里，我们知道利率、通货膨胀、短期公司盈利的变化都会影响股价。但当时间放得更远时，企业的基本面终将在股价上得到反映。

那么多久才是理想的时间段呢？没有又快又好的答案，尽管巴菲特说是五年，这是他专注于伯克希尔的结果。长期持有的目的并不是不交易，这是走到另一个愚蠢的极端，可能导致你错失更好的机会。我建议，总的大原则是周转率在10%~20%。对于持有十年的组合有10%的换手率，对于五年的组合有20%的换手率。

集中投资追求超越平均水平的投资结果，正如我们所看到的，无论是学术研究还是实际案例，都显示了这种方法被深思熟虑之后运用的成功。然而，毫无疑问，集中投资由于持股较少，所以股价波动带来的震荡是不可避免的副产品。运用这种方法的投资者之所以能够承受震荡，是因为他



们知道，长期而言，所持有的企业会提供足够的回报以补偿短期波动带来的折磨。

巴菲特在无视市场的波动方面是专家，他的搭档芒格也一样，芒格曾经解释说：“回想60年代，我拿着一张复利表，对于到底持有多少种股票做了各种假设。”<sup>[6]</sup>他做出多种场景的假设，以确定他的合伙企业持有股票的个数以及预期的波动。

“我从扑克玩家那里获知，在你占据优势的时候要加大筹码。我知道我在心理上不惧波动，因为我就是在波动中成长起来的。”<sup>[7]</sup>芒格总结到，他只需持有三只股票就足以应付股票的波动。

或许，你天生就具有抗波动的能力，即便你没有这么幸运，也可以从他们身上学到一些特质。你可以有意识地改善你的思想和行为，这种改善并非可以一蹴而就，但渐渐地让自己在变幻莫测的市场中不要惊慌或冲动却一定是可行的。

## 集中投资的数学

将股票市场称为一个巨大的、充满各种可能性的仓库，这种说法可能过于简单，却并不夸张。在这个大仓库里，数以千万计的不同力量的合力反映在股价上，它们都在持续不停地变动着，任何一种力量都可能突然影响股价，任何一种力量都无法绝对预测到。投资者的任务就是，认清哪些是不可知的因素与信息，并将其逐一排除，最后留下那些最有把握的。这

就是在做概率的练习。

当我们不太确定一件事情，却想表达一下意见时，常说些诸如“大约”、“可能”之类的词语，当我们想更进一步地表达并做出量化时，就开始与概率打起了交道。概率，也就是可能性，是风险的数学语言。

一只猫生一只鸟的可能性有多大？将这个概率定为0！太阳明天从东方升起的可能性有多大？将这个概率定为1。那么，所有事件发生的可能性将介于0和1之间，可表述为分数。确定其分数的数值就是概率论的内容。

1654年，布莱斯·帕斯卡和皮埃尔·德·费马相互之间的一些信件往来奠定了概率论的基础。帕斯卡是数学和哲学方面的天才神童，他遭到另一个哲学家兼赌徒希瓦利埃·德·米尔的挑战，试图解开一个难倒很多数学家的谜题。如果在游戏尚未结束之前需要离开，两个玩牌的人如何决定比赛的赌注？帕斯卡找到费马帮忙以应付米尔的挑战。

对于风险有着精彩论述的《与天为敌》<sup>[8]</sup>一书的作者彼得·伯恩斯坦说：“1654年，帕斯卡和费马之间的通信，在数学和概率论上具有划时代的意义。<sup>[9]</sup>”尽管他们所用的方法不尽相同（费马用的是代数方法，帕斯卡使用的是几何方法），但他们构建了一个系统，能确定数种或有结果的可能性，包括你喜欢的球队在他们首战失利之后，赢得世锦赛的可能性。

帕斯卡和费马的工作标志着决策理论的开端。决策理论是当你不确定将要发生什么时，决定做什么的过程。伯恩斯坦说：“做出决策是风险管理重要的第一步。<sup>[10]</sup>”

帕斯卡和费马被认为发展了概率论，而另一位数学家托马斯·拜尔所写的一些东西将概率论推向实际的应用。

拜尔1701年生于英国一个很普通的家庭，比帕斯卡整整晚了一百年。他是皇家科学院院士，但终生没有出版过任何数学著作。直到他死后，他写的“在机会原则中解决问题”的论文被人发现，但当时并未引起人们的注意。然而，根据伯恩斯坦的说法，这篇论文是“惊人的原创论文，它奠定了拜尔作为统计学家、经济学家和社会学家的不朽地位。<sup>[11]</sup>”它为投资者提供了数学概率论的使用方法。

拜尔分析法给我们提供了一系列后果，但是仅有一个会实际发生。它只是概念上的一个简单程序。我们基于可以获得的信息，将每一个结果赋予一种可能。如果获得了新的信息，原有的可能性将重新做出相应的调整。拜尔定理提供了一个数学程序，根据新获得的信息，调整我们原有的预期，以改变相应的几率。

具体如何应用呢？让我们假想一下，你和朋友在一个下午玩着喜欢的棋类游戏，现在，游戏快结束时，你们聊着天，说来下个注：掷一下骰子，看能否得到数字6。这个几率是 $1/6$ ，16%的可能性。但是你的朋友掷完之后，用手捂住，悄悄看了一下说：“我可以告诉你，这是个偶数。”这样你有了新信息，几率从 $1/6$ 升到了 $1/3$ ，33%的可能性。当你琢磨猜哪一个的时候，朋友又逗你说：“还告诉你这不是4。”有了这个新信息，你的几率变成了 $1/2$ ，50%的可能性。

在这个简单的例子中，你使用的就是拜尔分析法。每一次新信息的增加，都会改变你原有的可能性，这就是拜尔推理。

拜尔法分析者试图将所有的信息，都融入推理或决策过程中。大学里使用拜尔定理帮助学生学习决策，在课堂上，它被称为决策树理论。树的每一个分支代表新的信息，反之也会影响决策几率。芒格说：“在哈佛商学院，第一年所学的全部，综合在一起实际上就是决策树理论，他们做的所有事情，加起来就是在用高中学到的代数解决生活中的问题。学生们很喜欢，他们惊喜地发现高中代数竟然能在生活中发挥作用。 [12]”

正如芒格指出的那样，基础代数在计算可能性方面极为有用。当我们在实际投资中运用概率论时，需要更深入地了解这些数字是如何计算的。我们特别需要注意频率的概念。

随机扔一枚硬币之后猜正面向上的可能性是 $1/2$ ，这是什么意思呢？或掷出骰子之后，出现双数的机会是 $1/2$ ？如果一个盒子里装满了弹球，其中70%是红色的，30%是蓝色的，就有 $3/10$ 的概率拿到的球是蓝色的？在这些例子中，事件的可能性被称为频率解读，它基于平均法则。

如果一件不确定的事情重复发生无数次，它发生的频率就体现在它的可能性上。例如，如果我们投掷一枚硬币10万次，那么出现正面向上的机会预计有5万次。注意，我没有说正好是5万次。大数法则说当无限次重复之后，相应的频率和可能性应该相同。理论上说，我们知道在正常的投掷硬币游戏中，出现正面向上的机会是 $1/2$ ，但我们永远不可能说正反面完全

相等，直到它们被投掷无数次之后。

很明显，如果一个问题具有不确定性，我们无法就不可能做出明确的定义。反之，如果问题已经被定义明确，我们应该能够列出各种可能的后果。如果一个不确定因素重复的次数足够多，那么结果的频率就能反映出不同结果的概率。如果我们关心的问题只能出现一次，这才是真正的难题。

我们如何估计明天通过科学课考试的概率，或某球队赢得超级杯比赛的概率？在每一个个案中，我们面临的问题是不一样的。我们可以回顾过去在科学课考试中的表现如何，但每次考试的内容不尽相同，而且我们的知识水平不是一成不变的。我们可以将这支球队过去的成绩进行统计，但是我们没有足够的数据统计每一位队员在相同环境下捉对厮杀的记录。

没有大量重复的实验，我们就无法得到频率分布，无法计算可能性。这种情况下，我们只好依靠自己对于可能性的主观解读，实际上我们经常这么干。例如，我们说，某球队赢得隆巴迪奖杯的可能性是 $1/2$ ，或顺利通过科学课考试的可能性是 $1/10$ 。这些都是关于可能性的陈述，它描述了我们对于一件事情的相信程度。当不可能做足够的实验，以得到基于频率的可能性解读时，我们只有依靠自己的主观感觉。

你可以立即发现这两个例子中的主观解读如何误导了自己。在主观的可能性中，真正的难题是分析你的假设。算了，不要再想它们了。假设你在科学课考试只有 $1/10$ 的顺利通过的可能性，是因为考试内容更难了吗？

或你做的练习不够？或是假装谦虚？你推断球队有1/2的捧杯概率，是否因为你一直以来都是他们的忠实粉丝，以至于对其他强队视而不见？

根据贝叶斯分析，如果你相信你的假设是理性的，那么对于一个特定事件的主观可能性，就等同于实际发生的频率可能性，这是完全可以接受的。<sup>[13]</sup>你所要做的就是，剔除那些非理性的、不符合逻辑的部分，保留理性的部分。实际上，在很多例子中，主观可能性很有价值，因为它在你的思考中增加了实际的运用因素，而不仅依靠长期的统计规律结果。

## 概率论与市场

无论投资者是否意识到，实际上所有的投资者都在运用概率论。为了成功，他们需要将历史数据与最新发生的数据结合在一起进行考虑。这就是现实中的贝叶斯分析法。

巴菲特说：“我们所要做的全部就是，将盈利概率乘上可能盈利的数量，减去亏损的概率乘上可能亏损的数量。”<sup>[14]</sup>

为了搞清投资和概率论之间的联系，一个有用的例子是风险对冲的使用。纯粹的风险对冲实际上就是同一证券在两个市场上的价格差异。例如大宗商品和外汇价格在全球几个市场交易，如果两个市场上，对于同一商品或货币标出不同的价格，你就可以在价格高的市场上卖出，同时在价格低的市场上买进，差价就是你的利润。

今天，对冲的机会经常伴随着收购兼并出现。有些人专门针对上市公司未披露信息进行对冲，但这一领域巴菲特是避开不做的，我们也应该像他一样。巴菲特说：“我的工作就是评估这些事件发生的概率以及盈亏比例。”<sup>[15]</sup>

让我们看看巴菲特在斯坦福学生面前如何谈论这种情况。假设雅培现在的交易价格是18美元/股，在早盘时段，它宣布今年某个时候会以30美元/股的价格卖给科斯特洛公司。消息一经公布，雅培的股价即刻上升至27美元，然后在此价格上下波动。

巴菲特看到这样的并购声明后，会首先评估这个事件成功的可能性程度。某些公司的购并不一定能成功，或是由于董事会的反对，或是由于来自联邦交易委员会的反对。无人能确切知道对冲交易的结果如何，这就会导致亏损的风险。

巴菲特在这一过程中，恰恰是运用了主观可能性评估，他说：“如果我遇到一个机会，有90%的可能赚3美元，同时有10%的可能亏9美元，那么2.70美元减去0.90美元，从数学上看，我还有1.80美元的赚头。”<sup>[16]</sup>

接下来，巴菲特说，你需要考虑时间跨度，用这个投资项目的回报与别的投资项目进行比较。如果你买了每股27美元的雅培，潜在的回报是6.6%（1.8美元/27美元）。如果整个交易需要6个月完成，那么年化回报率为13.2%。巴菲特会将这个对冲回报与其他投资机会相比较。

巴菲特也公开承认，这样的风险对冲机会存在亏损的可能。他说：“对



于一些特定事件，例如对冲的机会，我们绝对愿意冒一些损失金钱的风险。对于我们实在算不清楚的机会，我们就不参与了。我只参与那些我们能算清账的投资。”<sup>[17]</sup>

从这里，我们能清楚地看到巴菲特对风险对冲的判断是主观可能性，在对冲中没有频率分布。每一次交易都是不一样的。每一次交易环境都要求不同的评估。即便如此，在对冲中运用一些理性的数学计算还是很有价值的。当你投资普通股票时，我们将学到的决策过程并无不同。

## 凯利优化

去赌场赌博，胜算是非常低的。这没有什么可惊讶的，大家都知道赌场具有最佳的胜率。但是有一种游戏，如果玩得好的话，可以给你一个合法的机会战胜赌场庄家，这个游戏就是二十一点。有一本畅销全球的书，名为《战胜庄家：二十一点取胜策略》，作者是爱德华·索普，他是个训练有素的数学家，在书中，他描述了智取庄家的方法。<sup>[18]</sup>

索普的策略基于一个简单的概念，当桌上有很多大牌（例如10、人头、A）时，相对于庄家而言，玩家（比如说就是你）便具备了统计学上胜出的优势。玩家可以在心中算牌，如果每遇到大牌就减一分，每遇到小牌就加一分，在脑子里记住这些加加减减的流水账，当计算的数字转为正时，你就知道会有更好的牌出现。聪明的玩家会在最佳机会出现之时，押上他们最佳的赌注。

隐含在索普这本书中的就是凯利投注模型<sup>[19]</sup>，而凯利的灵感来自于克劳德·香农信息理论的发明。

作为贝尔实验室的数学家，在20世纪40年代，香农花了很多时间研究通过铜线传输信息的最佳方式，以期减少随机噪声分子的干扰。1948年他在一篇名为《沟通的数学理论》的文章中描述了他的发现。<sup>[20]</sup>在文中，提到了通过铜线传导的最佳信息量，被认为是最佳成功概率的数学公式。

几年之后，另一位数学家J.L.凯利读到香农的这篇文章，并意识到这个数学公式可用于人类活动——赌博，这个成功概率的公式可以帮助赌徒提高胜算。1956年，凯利写了文章《信息速率的新解读》，在文中，他指出香农关于不同传递速率和同一事件的不同结果的可能性论述，基本上讲的就是概率，而这个数学公式对于两者都很有用。<sup>[21]</sup>

凯利优化公式通常被称为优化成长策略，它基于一个概念，如果你知道你的成功概率，就将资金放在具有利益最大化的赢面上。

其公式是： $2p-1=x$ ，这里2乘以赢面的概率（P）减去1等于你的投资比例（x）。

如果打败庄家的概率为55%，你就应该押上10%的筹码以获得赢面的最大化。如果概率是70%，押40%。当然，如果你知道赢面是100%，这个公式告诉你：押上全部资金！

当然，股市比之赌场二十一点要复杂得多，在游戏中，牌的数量是有

限的，因而出现各种不同结果的可能也是有限的，而在股市中，有数以千计的上市公司和数以亿万计的投资人，这导致具有无法估量的各种可能性。使用凯利方法要求根据新的信息，不停地进行重新计算和调整，这基本上是不可能的。不过，这个公式的基础概念——可能性的程度与投资规模之间的数学联系——却有着重要的启示。

我相信凯利模型对于集中投资者是个具有吸引力的工具，不过，它只能使认真运用它的人受益。运用该模型是有风险的，投资者必须清醒地认识到它的三个局限：

（1）无论是否使用凯利模型，投资人都应该做好一个长期的打算。虽然二十一点的玩家有机会战胜庄家，但是并不能确保在头几轮就获胜。在投资中也是一样，有多少次，投资人选中了好企业，但市场却不能及时地做出反应。

（2）谨慎使用杠杆。格雷厄姆和巴菲特都极力反对借钱投资股票（包括使用融资账户），在你最需要钱时，反而接到意想不到的电话要求追加资金，这种风险往往发生在市场最为困难的时候。如果你在融资融券账户中使用凯利模型，一旦遇到股市大跌，你可能被迫要卖出所有股票，从而出局，即使你本来具有很高的成功概率。

（3）在玩大概率游戏时，最大的风险就是过度押注。如果你判断有70%的成功概率而实际上仅有55%，你可能面临的风险被称为“赌徒的破产”。使风险最小化的方法是不要过度押注，这被称为“半数凯利模

型”或“部分凯利模型”。例如，凯利模型告诉你使用10%的资金，你只用5%（半数凯利模型）。半数或部分凯利模型为投资组合管理提供了安全边际，加上个股挑选上的安全边际，二者合力为投资人提供了双重保护。

由于过度押注的风险过大，我认为投资者，尤其是刚开始运用集中投资策略的初始投资者，可以使用部分凯利模型以减少风险。但不幸的是，减少风险同时意味着减少收益。然而，由于凯利模型的抛物线关系，少量押注的破坏性风险总是好于过度押注。减少50%投资数量的半数凯利模式，仅仅减少25%的潜在收益。

## 芒格的投注赔率

1994年，芒格接受吉尔福德·巴布科克博士的邀请，为南加州大学商学院的师生们做了一次投资演讲。这次演讲涉及多个话题，包括“获取普世智慧的艺术”，他也解释了关于概率和优化的思考。

他说：“模型简化了股市中所发生的事情，它就像赛马场上的赌注计算系统。如果你停下来想一想，赛马场就是股市，每个人去到那里，然后下注，赔率随着下注的变化而变化，这同样也发生在股市上。”

他继续说：“连傻子都看得出来，一匹具有良好比赛记录、负重轻、占据好位置的赛马，比那些比赛记录平平、负重沉重的赛马，更具胜出优势。但是当你看到赔率时，发现好马的赔率是100:1，而一般的马赔率是3:2，那么从统计学上说，很难说押哪一匹马更有把握。价格、赔率在不断

调整，所以战胜系统很难。”<sup>[22]</sup>

芒格的赛马比喻对于投资者很有启发，投资人经常被过于乐观的胜算概率所吸引，却因为种种原因未能坚持到终点。甚至有时候，他们在选股时根本没有考虑回报。对于我而言，参与赛马或股市的最明智的方法，是等待具有最佳赔率的良马出现。

## 心理学的元素

写过赛马方面著作的作家安德鲁·拜尔，曾经用了很多年去观察赌徒的行为，发现很多人是因为浮躁而输钱。在赛马场上，就像赌场里的心态一样，身临其境的人一进去立刻开始手痒：押下筹码、掷出骰子、转轮盘。场内热闹的场面，迫使人们立刻开始愚蠢的行动，没空多想自己在干什么。

拜尔熟悉参与游戏的心理冲动，建议玩家将资金分为游戏资金和重要资金两个部分。认真的玩家将重要资金保留着，直到两个条件出现：

（1）赛马胜出的信心很高时。

（2）回报赔率非常有利时。

重要的下注要求认真的资金。游戏资金不用说了，顾名思义，是满足于那些远远观望心理满足即可的人。游戏资金的比例不应该占据主要部分。

当赌马的人开始混淆主要资金和游戏资金之间的区别之时，拜尔说：他们“就难免向混乱迈出一步，没有重点，没有强弱之间做好选择的平衡。”<sup>[23]</sup>

## 从理论到现实

现在，让我们从赛马场转回到正题，将这些理论转回到现实中的股市，思考的线索是相同的。

### （1）计算概率。

你应该考虑这种可能性：长期而言，我选择的这只股票能否跑赢大势？

### （2）等待最佳赔率出现。

当你具有安全边际之时，成功的概率在你一边。不确定性越大，你需要的安全边际就越大。在股市上，安全边际体现为折扣价格。当你喜欢的股票股价低于其内在价值之时，那就是买入的信号。

### （3）根据最新信息及时做出调整。

当出现好机会时，同时，要保持谨慎地观察公司本身的情况。是否公司管理层开始瞎搞？公司财务决策是否有变化？行业里是否出现了新的竞争对手？如果这样，原来评估的可能性也应该进行相应的调整。

#### (4) 决定投资数量。

在你用于投资的所有资金中，有多少投资于某个特定对象？使用凯利模型时，向下调整一下，以凯利半数模型或分数模型开始。

思考概率问题对你或许是个新事物，但你不可能学不会。如果能用这种方法反思股票投资，你将优化自己的投资方法并从中受益。想想巴菲特1988年购买可口可乐，他投了1/3资金在其中，可口可乐公司是个具有超越平均水平回报、股价低于内在价值的杰出公司，像这样的投资机会并不经常出现。但当这种机会一旦出现，懂的人会即刻出手，正如芒格说的那样：“当世界给予你机会的时候，聪明的投资者会出重手。当他们具有极大赢面时，他们会下大注。其余的时间里，他们做的仅仅是等待。就是这么简单。”<sup>[24]</sup>

### 格雷厄姆·多德式的集中投资家

1934年，经济大萧条依然严重，《证券分析》出版了，这是一本名字并不起眼，但极不平凡的著作。两位作者——本杰明·格雷厄姆和大卫·多德一起用了五年时间才写就此书。他们的写作，时不时被日常事务打断而延迟，或是因为哥伦比亚大学的教学，或是处理客户因1929年大崩溃带来的后遗症。格雷厄姆后来说，这种延迟是天赐良机，让他能在书中增加那些“以痛苦为代价获得的智慧”。<sup>[25]</sup>《证券分析》被广泛地赞誉为经典之作，即便在80年后的今天，还在出版它的第5版。《证券分析》对于当代投



资界影响深远，无论以任何语言赞誉都不过分。

在出版五十年时，哥伦比亚大学商学院举办了五十周年研讨会。作为该校最著名的校友、当代最著名的格雷厄姆价值理论的支持者，巴菲特应邀在这次聚会上做了发言，题为《格雷厄姆-多德部落的超级投资家们》，这次演讲成为了与该书一样的经典。 [26]

在1984年演讲那天的现场观众中，有大学教授、研究人员、其他学院派学者，他们依然坚信现代投资理论，肯定有效市场假设的正确性。毫无意外，巴菲特坚定地持有不同的观点，在演讲中，他悄悄地拆毁了有效市场理论的平台。

他开始回顾了现代组合理论的核心论点——股市是有效的，所有的股票标价都是合适的，所以能年复一年战胜市场的任何人都仅仅是因为运气好。他说，但我知道一些人，他们的成功不能简单地被归结为运气好。

他接着展示了他的证据，他提到的所有人管理的投资在长期都战胜了市场，而且他们取得这样的成果并非因为运气好，而是他们都遵循了一些原则，这些原则都源自于本·格雷厄姆，他说，这些人都是格雷厄姆-多德的知识部落里的居民。

巴菲特说，尽管他们做着各自不同的决策，但他们都运用着同样的策略，寻找并利用股价与内在价值之间的不一致。“不用说，我们这些格雷厄姆-多德式的投资者不会讨论贝塔、资本资产定价模型或回报方差等，没人有兴趣谈论这些，实际上，他们中的大部分根本不知道这些术语的定义。”

根据1984年巴菲特的演讲整理出来的文章中，列出了这些格雷厄姆-多德部落超级投资者的业绩表现。<sup>[27]</sup>但将这些超级投资者联系起来的，不仅仅是格雷厄姆的价值投资理论，他们中的查理·芒格、比尔·鲁安、卢·辛普森，每个人都采用集中投资，就像巴菲特一样。这项研究可从集中投资的鼻祖开始，他就是大名鼎鼎的约翰·梅纳德·凯恩斯。

## 约翰·梅纳德·凯恩斯

大多数人知道凯恩斯是因为他对于经济学的贡献，很少有人知道他也是是个传奇的投资家。他的投资实力可以查阅英国剑桥国王学院，由他管理的切斯特基金的表现。

1920年之前，国王学院的投资局限于固定收益证券。1919年年底，凯恩斯被任命为第二任总务长，他说服大家成立一个新的基金专门投资于普通股、货币和商品期货。这个新成立的基金就是切斯特基金，从1927年他被任命为第一任主管人，到1945年去世，凯恩斯全权负责此事。在任期间，该基金的投资对象集中于几个公司。1934年，在格雷厄姆的《证券分析》出版的同年，凯恩斯给学校写了封信，阐述他的理由。

“一个人如果将投资分散于自己不甚了解的企业上，或毫无根据的盲目自信上，并认为这样的方式可以控制风险，这种认识绝对是错误的。一个人的知识与经验都是有限的，在特定的期间里，我个人认为我只能对两三家企业具有充分的自信与把握。”<sup>[28]</sup>

四年之后，凯恩斯准备了一份完整的切斯特基金的报告，说明了他的一些原则：

（1）投资于经过认真挑选的对象，它们相对于真实和潜在的内在价值具有价格上的折扣，相对于同期的替代投资也具有更优的性价比。

（2）坚定地持有选定之后的组合，风雨同舟，或许数年，直至它们的潜力释放，或有证据表明当初是买错了对象。

（3）保持投资组合平衡性。尽管集中投资个股会隐含一系列风险，但不同的个股之间会做风险的对冲。[\[29\]](#)

尽管他没有使用术语，但我相信从凯恩斯表明的投资策略来说，他是个集中投资者，他有意识地将投资组合限制在有限的股票上，并对它们进行深入研究，看它们的性价比是否合适。他的换手率非常低，还以持有不同行业的高质量、可预期的企业的方式对冲风险。

凯恩斯干得如何呢？在他18年的管理生涯中，切斯特基金年复利回报为13.2%，而同期英国股市基本上没涨没跌。考虑到在此期间发生的世界经济大萧条、第二次世界大战（想想希特勒对伦敦的大轰炸），我们必须说凯恩斯真的是了不起！

即便如此，切斯特基金还是忍受了一些痛苦的阶段，有三个年头（1930年、1938年、1940年）它的净值跌得很厉害，表现低于当年同期英国股市大盘。1983年，有两个当代分析人员在看过凯恩斯的投资表现后，

评价说：“从基金净值大幅度摆动的表现看，很明显，这个基金比大盘具有更大的波动性。”<sup>[30]</sup>的确，如果我们计算切斯特基金的标准方差，会发现它的波动是大盘的2.5倍。无疑，该基金的投资人时不时会遇到大涨大跌，但到最后，它的表现大幅超出大盘。

不用过多考虑凯恩斯的宏观经济学背景和拥有的市场择时技能，只关注他的投资策略。他曾写道：“我们未能证明，有人有能力利用经济的周期循环，大规模系统性地买进卖出股票。经验证明，很清楚，大规模的买进卖出是不可行的，也不可取。试图这么做的人，不是卖得太迟，就是买得太迟，或者二者均沾，这导致交易成本大规模上升，并引发情绪的波动，这也引发了广泛的大规模的投机，加剧了波动的程度。”<sup>[31]</sup>

高频率的换手率导致较高的交易成本，加剧了投机心理，致使整个市场波动恶化。市场当时是这样，现在还是如此。

## 查理·芒格的合伙企业

尽管伯克希尔的投资表现总是与其董事长巴菲特联系在一起，我们也别忘了副董事长查理·芒格同样是位杰出的投资家。巴菲特回忆他们最初相遇的情景：“我们在1960年相识，我告诉他律师是个不错的职业，但他可以在投资方面干得更好。”<sup>[32]</sup>你或许还记得第2章中关于芒格的故事，当时芒格在洛杉矶的律师事务所正茁壮成长，但渐渐地，他将精力转移到以他命名的新的投资合伙企业中。

巴菲特说：“他的投资组合非常集中，因此他的投资业绩非常波动，但他运用同样的寻找价值折扣的投资方法。”在投资决策方面，芒格投资企业使用像格雷厄姆一样的方法，寻找股价低于其内在价值的方法。巴菲特说：“他愿意接受投资表现的波峰和波谷，恰好成为集中投资的一员。”  
[\[33\]](#)

注意，巴菲特在描述芒格的投资表现时没有使用“风险”这个词。根据现代组合理论中的传统定义，风险来自价格的波动，可以说，芒格合伙企业13年的投资业绩极具风险，它的标准方差是大盘的两倍，但13年来其平均年回报率为18%，表现出更多地不像一个冒险者，而更像一个精明的投资者。

## 红杉基金

巴菲特在1951年初次遇到比尔·鲁安，当时他们同为本·格雷厄姆在哥伦比亚证券分析班的同学。之后，他们一直保持联系，巴菲特关注着鲁安多年以来的表现，并非常钦佩。1969年，当巴菲特解散他的合伙企业时，他将一些投资人介绍给鲁安管理，这就是著名的红杉基金的发端。

两人都知道在那时成立共同基金并不是一个好时机，但鲁安勇往直前。当时整个股市完全是冰火两重天，大部分资金被“漂亮50”等热门成长股所吸引，而价值股备受冷落。尽管20世纪70年代早期，价值投资者相对表现不佳，但巴菲特说：“我为我的合伙人们感到骄傲，他们不仅与我同在，而且还追加投资，结果非常喜人。”  
[\[34\]](#)

红杉基金是第一个采用集中投资法的基金，公开资料显示，由比尔·鲁安和他的伙伴里克·卡尼夫领导的鲁安&卡尼夫公司管理的基金高度集中、换手率低。通常，基金超过90%的资金持股集中在6~10只股票上。不过，它们分布在不同的行业，足够广泛。鲁安经常提到，尽管红杉基金拥有集中的投资组合，但总是拥有不同类型的企业。

很早以前，比尔·鲁安就是一个与众不同的基金经理。一般而言，大多数基金经理的持股分布与作为标杆的指数相去不远，基金经理们知道各个行业指数权重的构成，然后选择相应的公司与之一一对应。但鲁安&卡尼夫公司，他们只挑选最佳的候选股票，然后一次构成组合。

挑选最佳股票，当然需要做大量的研究。红杉基金以独立研究闻名业界，他们不采用华尔街投行提供的研究报告，仅依靠自己的独立调查研究。鲁安曾说：“我们不想为公司谋求太多研究方面的声誉，否则我的名片就成为分析师鲁安了。”

他说，这种想法在华尔街很少见。“华尔街典型的成长道路是，从业人员从做分析师起步，渴望被提升为受人尊敬的基金经理。与此相反，我们认为如果你是个长期投资者，分析师能力是最重要的，投资管理的能力自然随之而来。”<sup>[35]</sup>

这种独特的方法给红杉的投资者带来了什么成果？从1971年到2013年，红杉基金年均复利回报14.46%，同期标普500指数的表现是10.65%。

像其他集中投资者一样，红杉基金在取得超出平均水平的业绩的同

时，具有波动更大的特征。在上述期间，整个股市大盘的标准方差是16.1%，而红杉基金是21.2%。那些坚持现代投资组合理论风险定义的人认为，红杉以冒更高的风险为代价取得了他们优异的回报，就像他们对于芒格合伙企业的评价一样。但是当人们看到红杉在调研方面所付出的努力，他们的认真与勤奋，又很难同意这种方法更具风险的说法。

## 卢·辛普森

20世纪70年代，巴菲特开始收购盖可保险公司时，他也得到了一个对于盖可公司财务健康有着直接影响的人——卢·辛普森。

辛普森在普林斯顿大学获得经济学硕士学位，在巴菲特1979年找到他到盖可保险之前，先后在斯坦·罗伊&法纳姆和西部资产管理公司工作。巴菲特在回忆面试的场景时说：卢有着“理想的投资气质”。他是个独立的思考者，自己做调研，“无论与大众有多少观点异同，都不会有特别的快感。”  
[\[36\]](#)

辛普森以如饥似渴的阅读习惯而闻名，他不读华尔街的投资报告，而是喜欢反复阅读公司年报，他的选股方式类似巴菲特的方法，以合理的价格购买具有能干管理层的、高回报的公司。辛普森与巴菲特的相似之处还有，他仅仅专注于几只股票。盖可公司数以十亿美元计的组合通常持有的股票不多于10只。

1980年到2004年，盖可的投资取得了年平均13.5%的复利回报。对



此，巴菲特评价：“辛普森持续地投资于那些被低估的股票，它们单个而言不可能造成永久性亏损，整体而言，它们接近无风险。”<sup>[37]</sup>

这里，我们再次看到巴菲特的风险观：风险与股价之波动无关，与那些个股未来产生利润的确定性有关。

辛普森的投资风格与表现非常贴近于巴菲特的内心期望。巴菲特说：“辛普森所使用的保守集中的投资策略，与我们在伯克希尔所做的一样，我们邀请他加入董事会是个巨大的收获。通常，我们很少允许下面的子公司自己管理投资，但是我们很高兴地看到辛普森干得不错。”<sup>[38]</sup>

从巴菲特、芒格、鲁安到辛普森，我们看到超级投资家们拥有一个共同的投资主线，他们降低风险的方式，是拥有巨大的安全边际。他们相信拥有数量有限的、高利润率的股票，不仅能降低风险，而且能提供远高于市场的回报。

尽管我们列出了这些成功的集中投资者，仍然有人持怀疑态度。他们怀疑：所有这些成功，不是因为他们之间紧密的职业联系吗？可以被证明的是，这些人所持有的股票并不相同。巴菲特不知道芒格持有什么股票，芒格不知道鲁安持有什么股票，鲁安不知道辛普森持有什么股票，没人知道凯恩斯持有什么股票。

然而，怀疑论者仍然会说，你只有五个关于集中投资的例子，这仅有的五个例子并不足以得出令人信服的结论。在数以千计的基金经理大军里，这五个例子原本是随机的。

为了公平起见，看看这五个巴菲特部落的超级投资家是否仅仅是统计差造成的，我们需要在更大的范围内做个测试。不幸的是，使用集中投资法的基金管理者非常少，在数以千计的投资经理中，其数量微不足道。这使我们面临了挑战。

1999年在我写作《巴菲特的投资组合：集中投资的大师》<sup>[39]</sup>一书时也遇到了同样的问题，没有足够的集中投资者的案例可供研究，无法得出一个令人满意信服的结论。怎么办呢？我们自行建立了统计实验，设计出一个拥有3000个集中投资组合的统计。<sup>[40]</sup>

利用电脑数据库，我们挑选出1200家公司，它们具有可测量的数据，包括营业收入、净利润、净资产回报率。然后，我们用电脑随机从1200家公司中挑选出股票，组成不同规模的投资组合，形成下列四大组团：

（1）3000个拥有250只股票的组合。

（2）3000个拥有100只股票的组合。

（3）3000个拥有50只股票的组合。

（4）3000个拥有15只股票的组合——集中投资类。

接下来，我们计算了每个组团为期十年（1987~1996年）的回报。再之后，我们将这四个组团的回报与同期的整体股市大盘（使用标普500指数）进行比较。

·那些拥有250只股票的组合，标准方差为0.65%；最佳年度回报为16.0%，最差年度回报为11.4%。

·那些拥有100只股票的组合，标准方差为1.11%；最佳年度回报为18.3%，最差年度回报为11.0%。

·那些拥有50只股票的组合，标准方差为1.54%；最佳年度回报为19.1%，最差年度回报为8.6%。

·那些拥有15只股票的组合，标准方差为2.78%；最佳年度回报为26.6%，最差年度回报为6.7%。

由此，得出一个重要的发现：当减少组合中持有股票的数量时，可以提升回报超越市场的可能。当然毫无意外，这也增加了产生低回报的可能。

为了加强第一个结论，当我们对数据进行分类时，发现了一些异乎寻常的统计：

·在3000个拥有250只股票的组合中，63个跑赢大盘；

·在3000个拥有100只股票的组合中，337个跑赢大盘；

·在3000个拥有50只股票的组合中，549个跑赢大盘；

·在3000个拥有15只股票的组合中，808个跑赢大盘。

拥有一个250只股票的组合，你有1/50的机会跑赢大盘。而拥有一个15只股票的组合，你的机会惊人地上升到1/4。

另一个重要的思考是：在这个研究中，我没有考虑交易成本。很明显，一个投资组合换手频率越高，成本越大。这些成本将拉低投资的回报。

对于第二个结论，它更强调了挑选股票的重要性。巴菲特部落的超级投资者们，同时也是超级优秀的股票挑选者，这并非偶然。如果你是个集中投资者，但是不会挑选股票，那业绩一定是令人失望的。不过，你可以打磨你的选股水平，挑选正确的对象，然后通过集中投资法获取丰厚的回报。

当我们15年前在统计实验室里，选出3000个集中的投资组合时，这是个简单、直观的做法。自那之后，学术界开发出更多的方法去测试集中投资的概念，以不同的规模，在更长的时间段观察其回报。其中最为特别的，是K.J.马蒂基·克勒默斯和安蒂·贝塔吉斯通合作，对集中投资进行了深入调查研究，他们称之为“活跃股份。”<sup>[41]</sup>

所谓的“活跃股份”，是衡量在一个投资组合中，所持有的不同于其标杆指数中的持股构成的比例，也就是在组合中持股的比例，与购成指数的股票比例的重叠程度。根据他们两人的研究，一个组合如果“活跃股份”少于60%，那么它的表现将接近指数。如果超过80%，其表现将异于指数。

他们用计算机统计了1980年到2003年，美国国内股票型共同基金的“活

跃股份”，他们将其与基金的特点进行比对，包括规模、成本、换手率，以及表现。结果是，拥有活跃股份最高的基金，是最不同于指数的，并大幅跑赢其标杆指数，而拥有最少活跃股份的基金没有跑赢指数。

有趣的是，克勒默斯的报告指出，1980年时有50%的基金拥有超过80%的活跃股份，也就是说有一半的基金表现迥异于标杆指数。而到了今天，仅有25%的基金被认为是真正的主动型。他指出：“现在的投资人和基金经理都更加注重与指数的对比，作为一个基金经理人，你一定想避免成为垫底的20%或40%，最安全的做法就是拥抱指数，特别是衡量短期表现时。”<sup>[42]</sup>

因为投资人总是习惯将资金从表现不佳的基金抽走，所以基金经理们最好使基金的表现贴近指数，这样就减少了他们跑不赢指数的尴尬。当然，我们知道你越是像指数，就越不可能超越指数。记住，任何一个持有不同于指数构成的基金都是主动型的，接下来只有一个问题：你的组合有多主动？

## 价值的真正衡量

在那篇著名的关于格雷厄姆-多德部落的演讲中，巴菲特提到很多重要的概念，但最为重要的莫过于：“当股价被华尔街的羊群效应影响之时，价格受情绪的影响，或是贪婪，或是恐惧，很难说市场总是理性的。实际上，市场的股价经常是莫名其妙的。”<sup>[43]</sup>

这个见解很深刻，因为股价会引导我们。如果我们接受“股价并非总是理性的”这个论断，我们将不再短视地以价格作为决策的唯一依据；如果我们不再认为股价表明一切，就可以开阔视野，去深入研究和分析股票背后所代表的企业的真实情况。当然，我们仍会关注股价，这样就可以知道它何时低于价值，但我们不再以其为单一的衡量手段，以至于将我们引上错误的方向。

做这样的切换很不容易，因为市场中所有的人，无论基金经理们、机构投资者，还是散户，多是价格短视。如果某只个股的股价忽然上升，我们就会推算有好事即将发生；如果股价开始下跌，我们也会推算可能坏事即将来临，如此反复。

这个糟糕的心理习惯，会因为其他因素的加入而加剧，例如基于非常短线的股价表现。巴菲特说，糟糕的是大家不但基于错误的情况（股价）做决策，而且，每时每秒盯着股价，炒来炒去。

这种基于短期股价表现决策的双重愚昧，是一种有缺陷的思考方式，它表现在各个层面，它迫使一些人每天查看股价，甚至每时每刻。这也是那些管理亿万资金的机构投资者，随时动手买进卖出的原因。基金经理们以令人目眩的速度搅动股票的原因就是：他们认为这就是他们的日常工作。

令人惊讶的是，每当股市摇摇欲坠的时候，正是这些基金经理们嚷嚷着让客户保持冷静。他们会发出安慰信，颂扬坚持到底的美德。但为何他

们自己言行不一？

观察这种矛盾现象非常容易，因为基金的消息被财经新闻大量报道和监督。因为有这么多的消息可考，有这么多的共同基金我们熟悉又明白，我相信从基金的行为表现上，就可以看出基于股价来评判成功与否是多么愚蠢了。

财经作家约瑟夫·诺塞拉指出了基金经理们的言行不一，他们在教育投资人时美其名曰“买进并持有”，而自己干的却是“买了又卖、卖了又买”的行径。为了佐证其观察结果，他引用晨星公司的唐·菲利普斯的话说：“基金行业自己的行为与他们告知投资人的，简直就是两码事。”<sup>[44]</sup>

很明显的问题就是：如果投资人被教育“买进并持有”，为何基金经理们却疯狂地进行短线交易？诺塞拉的答案是：“原因在于基金行业内存在的压力，令基金经理们无法不关注短线的业绩表现。”<sup>[45]</sup>为什么？因为整个基金业已经完全变成了以短期业绩表现来衡量的、毫无意义的短线游戏。

今天，基金经理们迫于短线吸引眼球的要求，而不断注重于当下的数字，这些数字赢得了关注，每三个月，像《华尔街日报》、《巴伦》这样的财经报刊就会刊出季度最佳基金排行，在过去的一个季度中表现最佳的基金，在电视、报纸上得到财经评论员的赞誉，到处张贴沾沾自喜的推销广告，吸引新资金蜂拥而入。那些等着看谁是季度冠军的投资人，看到热门选手便会扑上来。的确，每季度表现排行榜，可以将那些天才投资经理与平庸者区分开来。



以短期股价衡量表现不但在基金业很明显，而且在整个投资行业也是占据主流的思维方式。我们已经不再以长期的表现，来衡量一个投资经理的水平了，甚至那些自己投资的散户们也受到这种气氛的影响。在很多方面，我们成为市场机器的奴隶，而这肯定会导致糟糕的结果，陷入恶性循环，没有出路。

但正如我们已经学过的，有一种方法可以改善投资表现，我们所需要做的是发现一种更好的衡量方式。具有讽刺意味的是，多年以来证明能够提供超越平均回报的策略，恰恰与我们判断的方式格格不入。

1986年，毕业于哥伦比亚大学商学院、US信托的投资经理V·尤金·谢安在巴菲特著名的那篇《格雷厄姆-多德部落的超级投资家》之后写了一篇文章，题为《短期表现与价值真的水火不容吗？》他提出的问题也是我们现在想问的：基于短期的表现，判断投资管理人的能力到底是否合适？

谢安指出，除了巴菲特之外，很多被巴菲特描述为毋庸置疑的能力超群的超级投资家，都经历过短期落后的局面。以投资界的龟兔赛跑为喻，谢安说：“这是生活中的另一种讽刺现象，人们希望能以短期交易方式迅速赚到钱，又希望同时能得到长期交易的低成本。而那些格雷厄姆-多德部落的超级投资家们不是这样。”<sup>[46]</sup> 在今天的投资基金业，已经没有什么人重视格雷厄姆-多德部落的超级投资家们，同样的事也发生在巴菲特部落的超级投资家身上。

约翰·梅纳德·凯恩斯管理切斯特基金18年，其中1/3的时间是跑输大盘

的。他在头三年落后于大盘18个百分点。

类似的事情也发生在红杉基金，在有记录的期间，红杉曾落后大盘37%。像凯恩斯一样，鲁安也经历了艰难时刻，他说：“我们已经定期地成了倒数第一，自从懵懵懂懂地在70年代中期起步，我们已经连续四年承受这跑输标普500指数的痛苦。”到1974年年底，红杉落后于市场已经高达36%。“我们藏在桌子下面，不敢接电话，我们也想知道风暴何时会过去。”<sup>[47]</sup>当然，风暴最终过去了，在成立七周年之际，红杉基金累计回报率为220%，同期标普500指数的表现是60%。在历经折磨与忍耐之后，红杉赢了，鲁安赢了！

甚至公认的智者查理·芒格也无法避免集中投资带来的无可避免的磕磕碰碰。有14年的时间，芒格的投资表现落后大盘36个百分点。像其他集中投资法的运用者一样，他遭遇了一系列的短期坏运气。从1972年到1974年，芒格落后于市场37个百分点。卢·辛普森曾有17年的投资记录落后市场24个百分点，他最糟糕的一年落后于市场15个百分点。

顺便说一句，在我们的统计实验分析中，那3000个集中投资组合呈现出同样的趋势。那些以十年计战胜市场的808个组合，如果以三年、四年、五年或六年计，则有95%将遭受落后于大盘的打击。

看了这些历史记录，想想如果凯恩斯、芒格、鲁安或辛普森在今天的环境中出任基金经理，以年度表现作为能力衡量标准，估计这些超级投资家们很快就被炒鱿鱼了。

然而，如果一个集中投资者可能短期表现不佳，又不适用以股价作为判断标准，那么我们如何评价一个优秀的投资管理人短期业绩不佳，甚至连续三年遭遇滑铁卢呢？或者反过来，如何判断，一个看上去水平不高的基金经理有可能是一个优秀的集中型投资家呢？

我们能够想象巴菲特所说的，从他那里，事情的原委很清晰。我们必须放弃以短期股价作为唯一的衡量标准，我们必须突破自我，打破那些短线判断而适得其反的习惯。

但是，如果不以股价作为衡量手段，那么以什么来衡量呢？“没有！”似乎不是个好答案。甚至“买进并持有”的策略也不推荐你就是闭上眼睛这么简单。我们必须发现另一个衡量表现的标杆。幸运的是，答案有一个，巴菲特用它来判断自己的表现，以及他的伯克希尔公司旗下各个公司的表现。

巴菲特曾经说：他“不会在意股市是否关闭一年或两年。毕竟，它每个周末都闭市，这对我没有什么影响”。<sup>[48]</sup>他说，“一个活跃的股市的存在是有用的，因为它经常会提供令人垂涎的机会，但这并非绝对必要的。”

<sup>[49]</sup>

为了完整地理解这段论述，你需要仔细地思考巴菲特接下来说的话：“即便我们持有的股票在较长的时间里被停牌，我们也不会在意，因为伯克希尔旗下的很多公司都不是上市公司，也根本没有挂牌价。但最终，我们的财务状况取决于这些企业的命运，无论是拥有部分股份（指股

票)，还是拥有全部股份（指全资子公司）。”<sup>[50]</sup>

如果你全资拥有一家公司（没有上市），没有每天的交易价格去衡量其优劣，你如何判断投资成果？你很可能用一些指标去判断，例如净利润增长、资本回报率的提高，或是利润率的改善，你可能简单地以企业自身运营情况来说明是否提高或是降低了价值。

在巴菲特的心中，衡量一个上市公司的试金石没有不同，“对于我们持有的股票，芒格和我喜欢让它们以自己的运营结果说话，而我们不需要每天、甚至每年的市场牌价（指股价）告诉我们投资是否成功。在一段时期里，市场或许会忽视企业本身的价值，但最终会反映其真实价值。”<sup>[51]</sup>

但我们如果选择了对的公司，市场会奖励我们吗？在一个公司的实际运营状况及其股价之间，是否有明显的相关关系？如果我们选择了合适的时间段，答案是“Yes”。

当我们用那12000个公司作为案例的统计实验结果，去验证股价与盈利之间的关联关系时，我们发现时间越长，越是正相关。当持股为3年时，股价与运营利润之间的相关程度为0.131~0.360（0.360的相关度，意思是36%的股价变动可以用利润变动解释。）当持股期为5年时，相关度为0.374~0.599。当持股期为10年时，二者之间的相关度为0.593~0.695。

这证实了巴菲特的观点，只要给予充分的时间，一个公司的股价终将反映其本身的实际价值。但巴菲特同时指出，这种从公司盈利到股价之间的传递过程并非“匀速”，且“不可预知”。尽管盈利与股价之间，长期而言

越来越强，但并非总是完全一致。巴菲特说：“尽管长期而言，企业价值与市场股价之间趋于一致，但在特定的时间段，这种相应关系依然会扭曲。”

[52] 本·格雷厄姆提出过同样的观点：“短期而言，股市是台投票机；而长期而言，股市是台称重机。” [53]

## 多元化的衡量标杆

很明显，巴菲特从不急于让市场对于自己认为的真理进行肯定。他说：“只要公司的内在价值以一个令人满意的速率在提升，公司被股市认可的速度并不重要。甚至，实际上，这种迟来的认可还有好处，它能提供更多可以折扣价买入的机会。” [54]

为了帮助股东们正确了解伯克希尔公司大量持有的股票投资，巴菲特使用了一个词——“透视盈利”。伯克希尔的透视盈利组成包括：它旗下各类企业的运营利润；它大量持有股票的企业留存利润；以及如果留存盈余已经实际支付，公司必须支付的税费。

“透视盈利”这个概念本来是为伯克希尔的股东们设计的，但它也可以被视为集中投资者的一个重要课题，使用它可以说明其组合的价值，尤其在股价表现脱离其基本面的时候。巴菲特说：“投资者的目标应该是建立一个投资组合（就像一个企业），这个组合能给投资人提供最高的透视盈利，从现在开始持续时间十年或更久。” [55]

根据巴菲特的经历，自1965年（巴菲特实际主持伯克希尔的那年）以

来，公司透视盈利的成长速率与其证券的市值几乎相同。然而，这两者并非完全同步行动。在很多情况下，盈利率先于股价反应；但有时候，也会反过来。但这两者之间的关系，长期而言是一致的。巴菲特说：“这种方法能促使投资者着眼于长远企业前景，而不是短期的市场起伏。这种远见有利于改善结果。” [56]

每当巴菲特考虑一项新投资时，他会将这个新项目与已经持有的投资进行比较，看看是否更好。已经持有的投资是进行新投资或购并的一个衡量标杆。芒格评价道：“巴菲特所说的对于任何一个投资者都有借鉴意义，作为一个普通投资者，你所拥有的最好的东西正应该作为你的衡量指标。”接下来的一步是最为重要的，也是被广泛忽视的秘密，而它可以提高你的组合的价值。“如果一个新的投资对象没有比你已拥有的更好，那么，它就没有达到你的门槛。仅仅这一条会将你所见到的99%的投资对象淘汰掉。” [57]

你已经持有的投资就是你的衡量标杆，就是你进行新投资的基准。你可以对自己的基准进行几项定义：透视盈利、净资产回报率、安全边际，诸如之类。当你买进或卖出时，实际上是在提升或降低你的组合的价值标杆。对于那些着眼于长期，并且相信价格终将反映价值的投资经理人而言，他们的工作就是不断发现并提升投资组合的价值标杆。

退一步思考，标普500指数是个衡量标杆，它由500家公司组成，每一家都有其自身的基本面。如果想超越标普500指数的表现，也就是提高这个基准，我们必须使自己投资组合里的公司具有超越指数公司的素质。

巴菲特说：“举个例子，如果我的选择对象仅仅局限于奥马哈，我首先会试着评估每家公司的长期前景。其次，评估这些公司的管理人素质。再次，以合理的价格买入最佳的公司。可以肯定地说，我不会平均地对于奥马哈的每一家公司持有同样的数量。同样的道理，为什么伯克希尔公司在股市上不这么做呢？发现一个伟大的企业和杰出的管理层是如此不易，为什么我们要放弃已被证明的产品呢？我们的座右铭是：如果你一开始就成功，就不要浅尝辄止。”<sup>[58]</sup>

集中投资是长期投资的重要方法，如果你问巴菲特他理想的持股期限是多久？他会回答：“永远！”只要这家公司还能不断产生超越平均的经济效益，以及公司管理层能理性地配置公司盈利。他说：“以静制动令我们成为智慧的行动者。无论美联储是否调整利率，或华尔街如何预测市场，我们以及公司管理层，都不会因此而热衷于卖出旗下全资拥有的能下金蛋的企业。同样的道理，我们为什么要急于出售手中的股票呢？”<sup>[59]</sup>

当然，如果你拥有的是一家糟糕的企业，就必须切换了。否则，你需要持有这家状态欠佳的企业很久。但是，如果你拥有一家杰出的企业，你恐怕根本就不想卖掉它。

而“持有不卖”这种看似懒惰的行为，对于投资经理而言似乎很古怪，因为他们习惯了天天买进、卖出。“持有不卖”除了确定超越平均的增长率之外，还有其他两个很重要的益处：它能减少交易费用和提高税后收益，其中任何一项都极具价值，两个合起来更是好处多多。



总部位于芝加哥的基金研究公司——晨星公司在回顾总结3650个共同基金的数据之后，发现低换手率相对于高换手率的基金具有更高的回报。以十年为基准，那些换手率低于20%的基金比那些换手率高于100%的基金回报率高出14个百分点。

这些很明显的道理却很容易被忽视掉，那些高换手率的基金导致交易费用居高不下，而这会拖低净回报。

除了那些非税务的基金账户，税费是投资者面临的最大成本，比交易成本还要高，也经常比基金的管理费用还高。实际上，税费成本是这么多基金表现糟糕的主要原因之一。知名的《投资组合管理》杂志刊登了《你的阿尔法足够覆盖税费吗？》一文，它的作者是基金经理罗伯特·杰弗里和罗伯特·阿诺特，根据他们的说法：“税费是投资基金的最大成本，这实在是个坏消息。但好消息是，有些投资策略可以将税费成本减少到最低。”

[\[60\]](#)

简而言之，涉及其中的另一个重要因素也通常会被视而不见：未实现收益的巨大价值。如果一只股票股价上升但并未被卖出，上升的部分即未实现收益，也就是通常所说的账面利润。这些未实现收益直到股票卖出，也就是兑现后才需要报税。如果你一直持有不卖出，你的投资就可以取得更为强劲的复利增长。

现实中，投资者经常低估或忽视这种未实现收益的巨大价值，而巴菲特将其称为“来自财政部的无息贷款”。为了阐明这一点，巴菲特举了一个

例子，设想一下，你投资了1美元，股价每年翻一番。如果你在第一年年底卖出，得到2美元，其中1美元是本金，假设你的税率为33%，你会有0.66美元的净收益。然后你将1.66美元进行再投资，第二年又翻一番。如此每年反复，你的投资每年翻一番，年底卖出，缴税，再投资，那么在第20年的年底，在缴税13000美元之后，净收益为25200美元。相反，如果你投资1美元，每年翻一番，你一直持有不卖出，直到第20年年末卖出，在缴税约356000美元之后，净收益为692000美元。

杰弗里和阿诺特的研究表明，为了获得更高的税后回报率，投资者需要控制他们平均的年度换手率在0~20%之间。什么样的策略可以让投资者降低换手率呢？一种可能是低换手率的指数基金。另一种是集中投资策略。他说：“这听起来像是婚前辅导，换句话说，是试图构建一个你能长期与之共存的投资组合。”<sup>[61]</sup>

在我们结束本章之前，认真地思考一下集中投资方法包括哪些内容非常重要。

- 在你没有将股票首先（以及总是）考虑为一个企业的一部分时，不要进入股市。

- 准备好勤奋地研究你所投资的公司，以及它们的竞争对手，以至于达到一种状态，那就是没有人比你更了解这个公司，甚至这个行业。

- 如果你没有做好五年（十年更好）的时间准备，不要开始你的集中投资。

·做集中投资时不要使用财务杠杆。一个没有财务杠杆的投资组合可帮助你更快地达到目标。记住，在股市大跌时，一个意外的要求追加保证金的电话，会毁掉你精心设计的完美计划。

·成为一个集中投资者需要适当的性格及人格特质。

作为集中投资者，你的目标是达到一个超越华尔街的水平，你需要更加了解所投资的企业。你或许会说：这不可能！但想一想华尔街所推崇的东西，超越它或许并不是那么难。华尔街推崇短期业绩表现，一个季度又一个季度。企业主则与此相反，他们更关心企业长期的竞争优势。如果你愿意花更多精力与时间，去研究自己持有股票的企业，你会比一般投资人对于企业有更深入的理解，由此你也将获得更多的优势。

一些投资人宁愿叫嚷着“股市发生了什么”，也不愿安静地读一份公司年报。与其参与那些讨论股市趋势或利率变化的鸡尾酒会，还不如花30分钟时间读一读公司最近的公告。

看起来是不是需要做的太多了？它实际上比你想的容易，你不需要精通电脑，不需要阅读两英寸厚的投资银行的解码手册，不需要具备MBA水平去研究价值问题，也能从集中投资法中获益。在这条道路上，给一个企业估值、用折扣价格购买，这些不需要你懂得那些高科技的东西就能做到。

巴菲特说：“你不必成为一个火箭专家，投资并不是一个IQ160的人击

败一个IQ130的人的游戏。相对于大脑的容量而言，保持头脑的清醒更为重要。”<sup>[62]</sup> 改变你投资的方法，改变你与股市的互动方式，将使你的情绪和心理随之发生变化。但是即使你完全接受有关集中投资法的数学争议，即使你见到其他非常聪明的投资者使用集中投资法取得了成功，你仍然会对情绪这个问题感到困扰。

关键在于控制情绪，如果你懂一些基本的心理学，这个问题将会变得非常简单。在下一章里，我们看看巴菲特是如何做的。

[1] Conversation with Warren Buffett, August 1994.

[2] Dan Callaghan, Legg Mason Capital Management/Morningstar Mutual Funds.

[3] Berkshire Hathaway Annual Report, 1993, 15.

[4] Ibid.

[5] Conversation with Warren Buffett, August 1994.

[6] Outstanding Investor Digest, August 10, 1995, 63.

[7] Ibid.

[8] 《与天为敌：风险探索传奇》中文版已由机械工业出版社出版。

[9] Peter L. Bernstein, Against the Gods (New York: John Wiley & Sons, 1996), 63.

[10] Ibid.

[11] Ibid.

[12] Outstanding Investor Digest, May 5, 1995, 49.

- [13] Robert L.Winkler,An Introduction to Bayesian Inference and Decision ( New York:Holt,Rinehart&Winston,1972 ) ,17.
- [14] Andrew Kilpatrick,Of Permanent Value:The Story of Warren Buffett ( Birmingham,AL:AKPE,1998 ) ,800.
- [15] Outstanding Investor Digest,April18,1990,16.
- [16] Ibid.
- [17] Outstanding Investor Digest,June 23,1994,19.
- [18] Edward O.Thorp,Beat the Dealer:AWinning Strategy for the Game of Twenty-One ( New York:Vintage Books,1962 ) .
- [19] I am indebted to Bill Miller for pointing out thej.L.Kelly growth model.
- [20] C.E.Shannon."A Mathematical Theory of Communication,"Bell SystemTechnical Journal 27,no.3 ( July 1948 ) .
- [21] J.L.KellyJr.,"A New Interpretation of Information Rate,"Bell System TechnicalJournal 35,no.3 ( July 1956 ) .
- [22] Outstanding Investor Digest,May 5,1995,57.
- [23] Andrew Beyer,Picking Winners:A Horse Player's Guide ( New York:HoughtonMifflin,1994 ) ,178.
- [24] Outstanding Investor Digest,May 5,1995,58.
- [25] Benjamin Graham,The Memoirs of the Dean of Wall Street ( New York:McGraw-Hill,1996 ) ,239.
- [26] The speech was adapted as an article in the Columbia Business School'spublication Hermes ( Fall 1984 ) ,with the same title.The remarks

directly quoted here are from that article.

[27] Warren Buffett. "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville." *Hermes*, Fall 1984. The superinvestors Buffett presented in the article included Walter Schloss, who worked at Graham-Newman Corporation in the mid-1950s, along with Buffett; Tom Knapp, another Graham-Newman alumnus, who later formed Tweedy, Browne Partners with Ed Anderson, also a Graham follower; Bill Ruane, a former Graham student who went on to establish the Sequoia Fund with Rick Cuniff; Buffett's partner Charlie Munger; Rick Guerin of Pacific Partners; and Stan Perlman of Perlman Investments.

[28] Berkshire Hathaway Annual Report, 1991, 15.

[29] Jess H. Chua and Richard S. Woodward, 'J.M. Keynes's Investment Performance: A Note,' *Journal of Finance* 38, no. 1 (March 1983).

[30] *Ibid.*

[31] *Ibid.*

[32] Buffett, "Superinvestors."

[33] *Ibid.*

[34] *Ibid.*

[35] Sequoia Fund Annual Report, 1996.

[36] Solveig Jansson, "GEICO Sticks to Its Last," *Institutional Investor*, July 1986, 130.

[37] Berkshire Hathaway Annual Report, 1986, 15.

[38] Berkshire Hathaway Annual Report, 1995, 10.

[39] 《巴菲特的投资组合》中文版已由机械工业出版社出版。

[40] The research described here was conducted with Joan Lamm-Tennant, PhD, at Villanova University.

[41] KJ. Martijn Cremers and Antti Petajisto, "How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance," Yale ICF Working Paper No. 06-14, March 31, 2009.

[42] "Active Funds Come out of the Closet," Barron's, November 17, 2012.

[43] Buffett, "Superinvestors."

[44] Joseph Nocera, "Who's Got the Answers?," Fortune, November 24, 1997, 329.

[45] Ibid.

[46] V Eugene Shahan, "Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?," Hermes, Spring 1986.

[47] Sequoia Fund, Quarterly Report, March 31, 1996.

[48] A Warren Buffett widely quoted remark.

[49] Berkshire Hathaway Annual Report, 1987, 14.

[50] Ibid.

[51] Ibid.

[52] Berkshire Hathaway Annual Report, 1981, 39.

[53] Benjamin Graham and David Dodd.. Security Analysis 3rd ed. ( New York: McGraw-Hill, 1951 ) .

[54] Berkshire Hathaway Annual Report, 1987, 15.

[55] Berkshire Hathaway Annual Report, 1991, 8.



[56] Ibid.

[57] Outstanding Investor Digest, August 10, 1995, 10.

[58] Berkshire Hathaway Annual Report, 1991, 15.

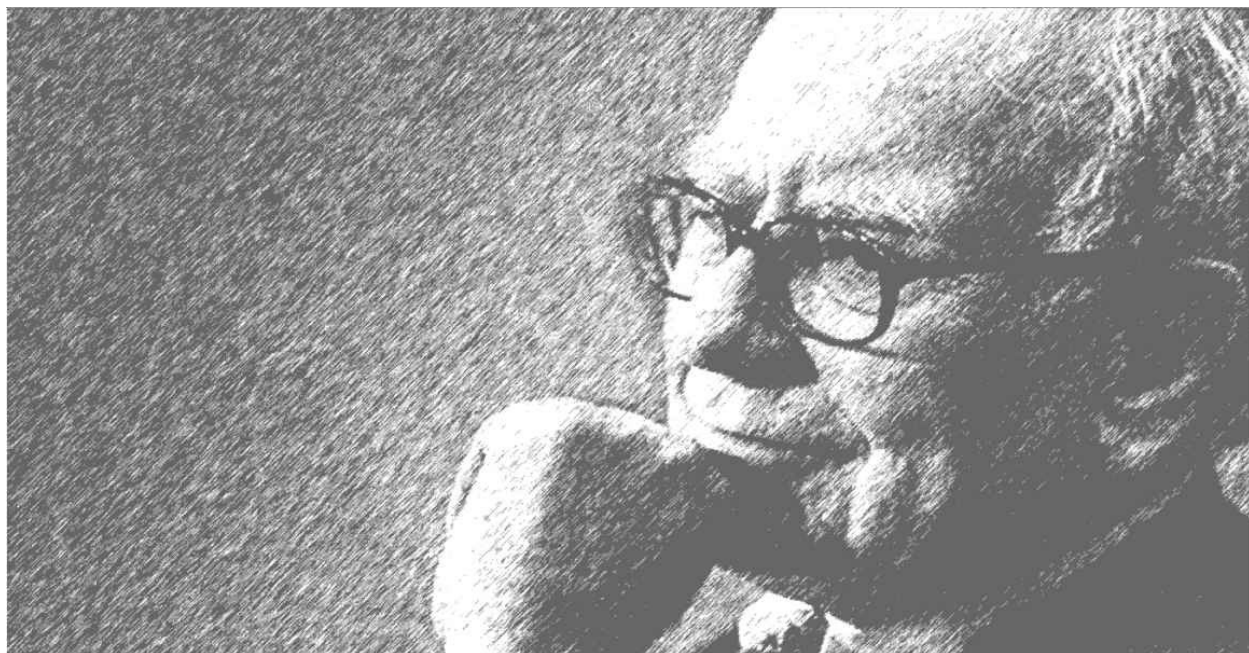
[59] Berkshire Hathaway Annual Report, 1996.

[60] Robert Jeffrey and Robert Arnott, "Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?," *Journal of Portfolio Management*, Spring 1993.

[61] Ibid.

[62] Brett Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?," *Fortune*, October 30, 1989, from Carol Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything, 1966-2012* (New York: Time Inc., 2012), 101.

## 第6章 投资心理学



你或许还记得第1章里提到，巴菲特和姐姐多丽丝一起用攒下的钱，以38.25美元/股，买了6股城市服务优先股。数月后，该股跌到26.95美元，下跌30%。无论从金融角度还是从情感角度，巴菲特第一次买股票的经历都是令人失望的。我想人们能够理解，因为他当时年仅11岁。

即便是在如此小小年纪，巴菲特还是做了功课的，包括分析股价走势图，以及分析他父亲的一些爱股。然而，姐姐想着投资上的亏损，没有一天不跑过来唠叨弟弟。后来，等城市服务优先股回升至成本价，他们的投资终于安全了，巴菲特将其卖出，赚了点小钱。随即，看着它难以置信地飙升超过200美元/股。

尽管这是一次痛苦的经历，但却并不全是浪费时间。巴菲特从中学到

了两个重要的教训：第一，耐心的价值；第二，尽管股价的短期波动对公司价值没什么影响，却会引起投资人巨大的情绪不适。在下一章里，我们将考察长期投资中耐心的价值。现在，我们将研究股价的短期波动，对于投资者行为的破坏性影响。这将引领我们进入迷人的心理学世界。

在所有的人类行为里，与金钱的关系恐怕是最为特别的一个，尤其是谈到股市。根据定义，整个股票市场是所有股市交易者的集体行为的综合，可以毫不夸张地说，整个市场就是被心理的力量推来推去的。

## 心理学与经济学的交汇

是什么让我们大家都沉迷于猜对错的游戏，我觉得这非常有意思，它在投资中扮演了如此重要的角色，而投资世界是一个由冰冷的数字和数据主导的世界。当要做出投资决策时，我们的行为有时会变得飘忽不定，经常是相互矛盾，偶尔甚至是愚蠢。

特别值得注意的是，投资者经常忽视自己错误的决定。为了完全懂得市场和投资，我们必须认识到我们自身的非理性。误判心理学的研究对于每一位投资者都具有价值，就像分析资产负债表和损益表一样重要。

近些年来，研究人员通过人们行为的框架，生发出分析金融问题的新方法，我们看到的无异于一场革命。这种将经济学和心理学结合在一起的方法，被称为行为金融学，它从大学校园的象牙塔里渐渐走出来，成为投资界业内人士的谈资。如果这些谈论行为金融学的人们回顾一下历史，一

定会发现本杰明·格雷厄姆的影子。

## 遇见市场先生

格雷厄姆被公认为金融分析之父，他教会了三代人如何使用数学地图在股海中航行。但是他教授的投资心理学却常被忽视。在《证券分析》和《聪明的投资人》这两本著作中，格雷厄姆花了大量篇幅，解释了投资者情绪触发的股市波动。

格雷厄姆指出，一个投资者最大的敌人不是股市，而是自己。他们或许在数学、金融、会计等方面能力超群，但是如果不能掌控情绪，他们将无法从投资中获利。

作为他的最优秀的学生，巴菲特解释到：“格雷厄姆的方法有三个重要原则。”首先是将股票视为企业一样，“这将给你一个完全不同于股市中大多数人的视角”。其次是安全边际概念，“这将赋予你竞争优势”。再次是对待股市具有一个真正投资者的态度。巴菲特说：“如果你具有这种态度，你就能战胜股市中99%的人，它可赋予你巨大的优势。”<sup>[1]</sup>

格雷厄姆认为，股市的上下波动是难以避免的，投资者应该从财务和心理两个方面，具备应对这种情况的心态。不仅仅从认知上知道会下跌，而且应该具备情绪上的镇流器，在面对下跌时做出适当的应对，就像一个企业主遇到一个出价毫无吸引力的买家一样：别搭理它！格雷厄姆说：“真正的投资者几乎从不被迫出售其股份，也不会天天关心股票行情。”<sup>[2]</sup>

为了阐明他的观点，格雷厄姆创造了一个寓言角色——市场先生。关于市场先生的故事尽人皆知，它很好地解释了为什么股价会周期性地偏离理性的轨道。

假设你和市场先生是一对私营企业的搭档，每天，市场先生都从不落空地跑过来给你报个价，按照这个价，他买你的股份，或卖给你股份。

你们拥有的这个企业业务很稳定，但是市场先生的情绪却不是很稳定。有时候，他会很兴奋，对未来充满乐观，于是会给企业股份标出很高的价格。有时候，他会信心不足，认为前路蹉跎，于是会标出一个很低的价格。

格雷厄姆说，市场先生有个可爱的性格，他不在乎受冷落。如果你不理睬他的出价，他明天照样会带着一个新的标价再回来找你。格雷厄姆提醒说，不是市场先生有智慧，而是他的钱袋子作怪。如果市场先生表现出愚蠢的情绪，你可以选择不理会或利用这样的机会。但是如果反过来，你受到他的影响，后果将是灾难性的。

格雷厄姆创造出市场先生已经超过60年了，但他警示人们应该避免的错误依然盛行，市场依然存在非理性，恐惧和贪婪依然充斥股市，愚蠢的错误一天又一天地重复。投资者需要知道如何保护自己，避开市场先生释放出来的情绪旋风。为了做到这一点，我们必须熟悉行为金融学。

行为金融学

行为金融学寻求的是通过心理学理论的使用，解释市场低效的一种调查研究。学者们观察到很多人在处理自己的财务问题时，经常犯愚蠢的错误，做不符合逻辑的假设，于是他们更深层次地挖掘心理学观点，来解释人们思维中的非理性因素。这是个相对比较新的研究领域，但很吸引人，对于聪明的投资者也非常有用。

## 过分自信

几项心理学研究表明，判断失误通常发生在人们过度自信时。当问及很多被调查人群，请他们描述一下自己的驾车水平，绝大多数人会说自己的水平超越平均。在另一个例子中，90%的医生自信能准确地诊断出肺炎，而实际上这个比率只有50%。普林斯顿大学伍德罗·威尔逊公共国际事务学院教授、诺贝尔经济学奖获得者丹尼尔·卡尼曼说：“最难以想象的事情之一是你不会超越平均。”<sup>[3]</sup>这令人难以接受，但现实中正是如此。

自信本身并非坏事，但是过度自信却是另一回事，在我们处理自己的财务事务时尤其有害。过度自信的投资人不仅自己做出错误的决定，而且其合力对于市场也有巨大影响。

投资人对于自己强于他人具有高度的自信，他们具有高估自己能力和知识的倾向。典型的表现是，对于那些肯定他们认为是正确的信息，他们就信赖，同时忽略相反的信息。此外，他们只是评估容易得到的信息，而不去努力寻求了解自己知之甚少的东西。投资人和基金经理经常拥有一种



优越感，相信自己具有更好的信息来源，因此也就可以更聪明地战胜他人。

过度自信解释了为什么这么多基金经理表现不佳，他们从自己掌握的信息中得到过度的信心，认为自己更加正确，事实却并非如此。如果所有的参与者都认为自己的信息准确，并且自己知道别人不知道的事情，结果就是导致大量的炒作行为。

## 过度反应偏差

理查德·泰勒是行为科学和经济学的教授，是行为金融学界最为重要的人物之一。他从康奈尔大学转到芝加哥大学，其研究的课题就是对于投资者理性行为的质疑。他指出最近的几项研究表明，人们对于一些偶然事件赋予了太多的关注，并认为自己捕捉到了一个新趋势。尤其是投资者往往关注最新发生的信息，并从中进行推断。最新的盈利报告往往在他们心中是未来盈利的一个信号。然后，由于他们相信别人不知道这些信息，于是基于这些肤浅的推理迅速做出决策。

过度自信在这里发挥出作用，使人们相信自己比别人更懂得这些信息或数据。更有甚者，过度自信还会受到过度反应的推波助澜。行为学家的研究结果指出，人们对于坏消息反映过度，对于好消息反应迟钝。心理学家将这种现象称为过度反应偏差。因此，如果短期的报表不佳，人们就会想都不想，快速做出过度的反应，由此，股价不可避免的受到影响。泰勒



把这种过分强调短期的行为叫做“短视”，他相信大多数投资者如果不看每月的投资结单会更好。

为了证明他的这个观点，泰勒做了一个简单的分析。他将纽约证券交易所所有的股票按照过去五年的表现进行排列，挑出35个表现最优的和35个表现最差的，组成一个70只股票的模拟组合。然后，他跟踪该组合五年，发现那个“最差”组合在40%的时间里领先于“最佳”组合。在现实世界中，泰勒相信当看到股价大跌时，很少有人能抑制住过度反应的情绪，也就会错失输家向赢家转换的获利机会。<sup>[4]</sup>

过度反应偏差，作为一个概念已经广为人知有些时日了。但在过去几年中，现代科技的进步却加剧了这种行为。在有互联网和有线财经新闻之前，人们并不经常查看股价。他们或许每个月看看券商寄来的月结单，每三个月看看季度结果，然后看看年度表现。

今天，随着通信技术的发达，投资者能24小时无间断地与股市联系在一起，移动终端更是让人在汽车上或火车上，能随时随地查阅股市行情，他们可以在走路、开会、购物的同时查阅基金的表现。网上账户可以告诉你开盘以来的账户表现，这些账户甚至为你提供一天、五天、十天、一个月、季度、年度的数据。简而言之，投资者每天都能随时随地查阅他们的股票表现。

不理睬股价的随时波动对于投资者有益么？泰勒有着干脆的回答。他在国家经济研究局召开的行为学大会上，以及哈佛大学约翰·肯尼迪政府学

院，经常宣讲他的观点：“投资股票，然后不要打开信封。”<sup>[5]</sup> 我们可以加上一点，“不要查看股票行情，无论用电脑、手机，还是其他设备。”

## 损失厌恶

在城市优先股产生账面损失时，姐姐多丽丝不断抱怨她年轻的弟弟，很明显，股价的下跌带给她心理极度的不悦。我们不用过于苛责多丽丝，她所感受到的情绪方面的痛苦，直到今天仍然每天折磨着数以百万计的投资者，它被称为“损失厌恶”。依我的观点，这是阻碍投资者运用巴菲特的方法取得投资成功的最大难关。

“损失厌恶”在35年前由心理学领域的两位巨人首次提出，一位是我们这章前面提到的诺贝尔奖获得者丹尼尔·卡尼曼，一位是斯坦福大学心理学教授阿莫斯·特沃斯基，两人是长期的合作者，对于决策制定理论非常有兴趣。

1979年，他们合作写了篇论文，题为“前景理论：风险之下的决策分析”。这篇文章之后成为著名的经济学术刊物《计量经济学》最常引用的论文。在那之前，由《游戏理论和经济行为》（1944年普林斯顿大学出版）的作者——约翰·冯诺伊曼和奥斯卡·摩根斯顿大力推广的“决策效用理论”是经济学中普遍被接受的学说。决策效用理论认为每个人会根据自身的最佳利益，作为选择、制定决策的依据。例如，如果有个游戏具有65%的赢面，35%的输面，一个人根据决策效用理论就会选择参与，因为整体结果

为正数。

决策效用理论是质朴的，在一个理想的世界里，这是个完美的决策制定途径。但是，他们两位不能肯定，因为他们多年从事的是心理学研究，而不是经济学。他们花了很多职业生涯，研究人类决策的特别错误，发现人们在衡量盈利和损失时是不同的。决策效用理论中，价值是分配到的最终资产。根据卡尼曼和特沃斯基的前景理论，价值是分配给个人的获利或损失。根据效用理论，他们证明人们并不看重最终财富的数量，看重的是财富的增量部分是盈利还是损失。前景理论的最重要的发现，是意识到人们的损失厌恶心理。实际上，他们用数学方法证明了，人们对于同样数量的损失和盈利的感受是不一样的，损失所带来的痛苦是盈利带来的喜悦的两倍到两倍半。

换言之，损失带来的痛苦远远大于盈利带来的喜悦，很多实验证明人们需要两倍的正面盈利去覆盖负面的损失。在一个50对50的游戏中，即便赔率一样，大多数人也不会冒险，除非潜在的获利是潜在损失的两倍。

这被称为非对称损失厌恶，下跌较之上升更具影响，这是人类心理学的基础之一。运用在股市上，这意味着投资者在损失之时，其感受两倍于其在获利之时。损失厌恶对于投资者的影响很明显，而且还很深刻。我们都想做出正确的决定，保留好的主意，我们持有错误的决定太久，只是模糊地希望有朝一日能等到翻身之日。通过不卖出持有的套牢股票，我们逃避面对已有的失败。

这种对于损失的厌恶使投资者过度保守，即便是401K（美国退休社保计划）里那些数以十年计的长期资金也只投资于债券市场。为什么？就是因为对于损失的厌恶，使得管理者如此保守。损失厌恶还能以另一种方式影响你，它让你非理性地持有那些股票输家，没人愿意承认资金犯了错。但是这样做实际上造成了另外的潜在损失，如果你不卖出错误的投资，就等于放弃了另一个本来可以重新安排投资而获利的机会。

## 心理账户

多年以来，理查德·泰勒在与卡尼曼、特沃斯基，以及其他一些行为金融学领域的学者一起合作时，有了新发现。他写了几篇关于决策制定的文章，很多可以在他的著作《赢家诅咒：经济生活中的矛盾与异常》（1992年出版）中找到，特别是他在1995年所写的一篇文章尤为著名，该文题为“风险厌恶之短视和权益风险溢价”，这是他与UCLA安德森管理学院教授什洛莫·贝纳茨的合著，贝纳茨教授也是该院行为决策制定研究组的联合主席。在这篇文章里，他们使用了卡尼曼和特沃斯基的前景理论，并且将其直接与股市相联系。

泰勒和贝纳茨始终为一个核心问题感到困惑：为什么那些打算长期持有债券的人，即便知道长期而言，股票的回报会优于债券，却仍然不改初衷？他们相信，答案来自卡尼曼和特沃斯基的前景理论的两个中心概念。首先是损失厌恶，我们已经探讨过了。其次是个行为学概念，或称为“心理账户”。它描述人们解码财务结果时使用的方法，探讨的是在环境变化时，

我们对于金钱前景看法的变化。我们趋向于在心里将钱放在不同的“账户”里，这将决定我们看待它们的心理态度。

举个简单的例子，让我们假想一天晚上你和爱人外出回家，你拿出钱包要付钱给看家的保姆，你本以为钱包里还有20美元，但打开后没找到。于是在你开车送保姆回家的路上，顺便在ATM机上取了20美元现金付给保姆。第二天一早，你忽然在口袋里发现了前天晚上要找的那20美元。

像大多数人一样，你会非常高兴，因为这失而复得的20美元是意外之财。尽管第一个20美元和第二个20美元都来源于你的银行账户，都是你努力工作所得，但是现在拿在手里的这20美元是你原本以为已经没有的，所以你会毫无压力地将它任意处置。

泰勒提供了一个有趣的教学实验，再一次证明了这个概念。在他的研究中，他将参与者分为两组，给第一组每个人30美元，并告诉他们有两个选择：①将30美元装在口袋里离开；②参与一个抛硬币游戏，如果赢了将得到额外的9美元，如果输了将被扣掉9美元。多数人（90%）选择参与游戏，因为他们认为即便输了，至少还会有21美元的意外之财。对于第二组，他们可以选择：①参与一个抛硬币游戏，如果赢了，能得到39美元；如果输了，能得到21美元；②不参与抛硬币游戏，直接拿到30美元。超过一半的人（57%）决定直接拿钱。两组人都面临同样的赔率、同样数量的钱，但感知的情况却不相同。 [6]

言外之意很清楚了，我们如何决定投资、如何选择管理这些投资，与

我们看待本金的心态有很大关系。例如，心理账户的概念可以解释为何人们不愿意卖出自己持有的烂股票，因为在他们心里，只要没有卖出，账面损失就仅仅是账面上的，并不是实际损失。这帮助我们了解了风险承受问题，人们更愿意用意外之财去冒风险。

## 短视损失厌恶

泰勒引用了一个金融悖论，这个悖论是诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森在1963年第一次提出的，他问一个同事是否愿意接受这样一个赌注：50%的机会去赢200美元，或50%的机会输掉100美元。根据萨缪尔森的记忆，同事开始是拒绝，然后表示可以重新考虑，如果满足两个条件，他将乐于参加，首先，必须能玩够100次；其次，不以每一次的结果为决断，而以100次的整体结果作为决断。这个愿意在新规则下参与游戏的意愿，启发了泰勒和贝纳茨。

萨缪尔森的同事愿意参与上述游戏有两个前提：增加游戏的时间长度，以及减少被迫看结果的频率。将这种观点推之于投资上，泰勒和贝纳茨推理投资者持股时间越长，投资资产就变得越加吸引人，但前提是不要频繁地对投资进行评估，也就是不要总是关注价格。

当分析历史上的投资回报时，我们发现长期投资主要回报发生的月份只占有所有月份的7%，也就是说，在余下93%的月份并无回报。<sup>7</sup>那么，这就很清楚了，看投资结果的时间频率越频繁，你看到亏损的次数就越多。

如果你每天看一次，有一半的机会看到亏损，但如果你一个月看一次，这种亏损带来的心灵损伤将小很多。

如果你每天不看净值，就不必遭受看每日价格起落的焦虑之苦。持有期间越长，面对的波动就越小，你的投资选择就越有吸引力。换言之，影响投资者情绪风暴的因素有两个：损失厌恶，以及估值频率。引用医学界的一个术语，泰勒和贝纳茨称之为近视或短视，以反映这种损失厌恶和频率的综合。

接下来，泰勒和贝纳茨寻求理想的时间期限。我们知道时间越短，股票的波动越是可能大于债券的波动。我们也知道，如果将考察股价的时间延长，那么股票回报的标准方差（用于衡量风险）就会减小。泰勒和贝纳茨想知道的是，如果让投资者持股不看净值表现，却能像持有债券一样淡泊于心，那么多长时间看一次投资结果最佳呢？答案是一年。

泰勒和贝纳茨测试了不同时间段的回报、标准方差、股票正回报的可能性，一小时、一天、一周、一个月、一年、十年、一百年。接下来，他们参考卡尼曼和特沃斯基损失厌恶的两倍效应（效用=股价上升的可能性-下跌可能性 $\times 2$ ）理论进行计算，通过对不同时间段的计算，直到观察期间为一年时，投资者的情感效用因子才会变为正数。我以前经常好奇，为何巴菲特曾经说，最好股市一年只开放一天交易，看来这与心理学短视损失厌恶的发现有关。

泰勒和贝纳茨说，我们每次讨论损失厌恶时，都要考虑到查看投资回



报的频率问题。投资者查看投资组合净值的频繁越短，他们越容易受到心理打击，而上下波动的股票就越没有吸引力。泰勒和贝纳茨解释说：“损失厌恶是人类的本性，无法改变。但与此相反，查看投资净值的频率却是一个方式的选择，至少在原则的设定上是可以改变的。”<sup>[7]</sup>

## 旅鼠效应

另外一个心理学的陷阱是投资者从众行为，无论有没有意义，我们称之为旅鼠悖论。

旅鼠是一种小型的啮齿动物，分布于苔原地区，以它们的集体出走直至一同蹈海而闻名。平时，旅鼠在春季进行迁徙活动，以寻找食物和新栖息地。然而，每隔三、五年，奇怪的事就会发生。因为高繁殖率和低死亡率，旅鼠的数量大增。一旦它们的队伍膨胀到一定程度，旅鼠们就会在黑夜里开始莫名其妙地大行军，渐渐地，这支大胆的队伍白天也开始行进。遇到障碍，它们就堆叠在一起，直至越过障碍物。它们的行动变得越来越大胆，开始挑战一些之前避之不及的其他动物。尽管很多旅鼠一路上死于饥饿、捕食、意外，但大多数都能到达海边，在那里，它们跳入海中，在海水里游泳直至精疲力竭而死。

旅鼠的行为至今无法解释，动物学家解释旅鼠的大迁徙，是由于食物供给或环境压力的变化造成的。旅鼠间的拥挤和竞争可能激发内在激素的变异，导致行为的异化。

为什么很多人在投资上的行为像旅鼠一样盲目？为了帮助我们搞清楚，巴菲特在伯克希尔1985年年报中分享了一个格雷厄姆最喜欢的小故事。

一个石油商人在天堂门口见到了圣彼得。圣彼得告诉他一个坏消息：“你已经获得了进入天堂的资格，但是，你看天堂已经没有石油商人的位置可以把你塞进来了。”石油商人想了一会，问他能否对里面喊几句话。圣彼得同意了，石油商人挥舞双手高喊：“在地狱发现了石油。”天堂的门立刻洞开，所有的石油商人都蜂拥而出涌向地狱。圣彼得很是佩服，于是邀请商人进入天堂。但石油商人想了想拒绝了：“不，我还是和他们一起去吧，有时谣言也有可能是真的。”

为了帮助投资者避开这个陷阱，巴菲特以职业基金经理为例，指出他们在一个机制体系中工作，这个机制就像一个平庸的安全系数，按照固有标准评估工作成果。这样的体制不是鼓励独立思考，而是鼓励从众、随大流。他说：“大多数基金经理几乎没有动力，去做一些大智若愚、特立独行的决策。他们个人的得失也很明显，如果做出非常规的决策，即便干得不错，得到的也仅仅是拍拍肩膀以示奖励；如果非常规干砸了，他们的命运就是丢了饭碗。但循规蹈矩终将失败，特立独行才是成功的必行之路。随大流的旅鼠们肯定很糟糕，做一只孤独的旅鼠可能不是坏事情。”<sup>[8]</sup>

## 情绪陷阱管理

与金钱打交道的每一个方法都不会那么顺利，但我认为“短视损失厌恶”这个问题最为严重，我相信这是绝大多数投资者运用巴菲特方法取得投资成功的最大障碍。在我过去三十多年的职业经历中，我见过太多投资人、基金经理、投资顾问、大型基金由此带来的内在损失，很少有人能克服这个痛苦的心理负担。

或许，毫不意外，沃伦·巴菲特是一个克服了短视损失厌恶的人，所以他是世界上最伟大的投资家。我一直认为，巴菲特长期的成功与其公司独一无二的结构有关。伯克希尔公司既拥有全资的子公司，也拥有部分持有的股票投资。所以巴菲特能体察到这些企业的价值成长，与持有股票的价格之间，存在着千丝万缕的联系。他不需每天看股价，因为他不需要用股价来印证他的投资正确与否。正如他经常说的：“我不需要股价告诉我价值如何，我已经知道。”

从侧面观察1988年巴菲特的伯克希尔投资10亿美元在可口可乐上的例子。当时，这是伯克希尔有史以来最大的一项投资。接下来的十年，可口可乐的股价增长了十倍，同期标普500指数增长了三倍。回顾一下，我们或许会认为可口可乐是一项最容易的投资。20世纪90年代末，我应邀参加了很多投资研讨会，我总是问听众：“你们当中有多少人在过去十年中，持有过可口可乐股票？”几乎所有人都立刻举起了手。我又问：“你们中有多少人获得了像巴菲特一样的收益？”举起的手都慢慢放了下来。

随后，我问了一个很实际的问题：“为什么？”如果这么多投资者都持有了可口可乐的股票（他们实际上做的和巴菲特一样），为什么没有人取

得同样的回报？我认为答案就在“短视损失厌恶”中。在1989~1998年的十年中，可口可乐股票的表现超越大盘，但是以每年的年度计，其超越大盘的次数十年中只有六次。通过损失厌恶的数学分析，投资可口可乐的情绪效应为负数（六个上升的正数情绪单位-四个下降的负数情绪单位 $\times 2$ ）。可以想象，持有可口可乐股票的人，在其表现低于大盘的时候，会卖出可口可乐。但巴菲特是怎么干的？他首先分析可口可乐公司的基本情况是否依然优秀，然后继续持有。

格雷厄姆提醒我们：“在大多数时间，股票是非理性的，它会向两极波动，原因在于很多人根深蒂固的投机或赌博心理，例如希望、恐惧、和贪婪。<sup>[9]</sup>”他警告，人们必须为股市的上涨或下跌做好准备。他的意思不仅仅是做好知识上的准备，还要做好心理上和财务上的准备，以备下跌发生时，采取相应的正确行动。

格雷厄姆说：“投资人如果过度担心自己的持股由于不合理的市况而大跌，他们就会将自己的优势转化为劣势。这种人最好远离市场行情，否则他会由于别人的错误而导致自己的精神痛苦。”<sup>[10]</sup>

## 与众不同的另一面：沃伦·巴菲特

巴菲特的“将股票视为企业”、“集中投资”的方法，与学生们在大学里学的金融理论完全不一样。他们所学的金融框架，被称为现代金融理论。正如我们将会看到的，这种投资理论并不是由企业家总结出来的，而是由

一群象牙塔里的学者们总结出来的，它是一个巴菲特拒绝入住的纸房子。那些使用巴菲特原则的投资者，很快就会发现自己在情绪上和心理上，已经与大多数市场上的参与者不同。

## 哈里·马科维茨的协方差

1952年3月，芝加哥大学的研究生哈里·马科维茨在《金融学期刊》发表了一篇14页的文章，题为“投资组合选择”<sup>[11]</sup>。在这篇文章里，马科维茨解释了一个他认为相当简单的概念，那就是投资回报与风险有着千丝万缕的联系，并做了大量的验算，以支持这个结论。投资人如果想取得超越平均的回报，一定要冒超越平均水平的风险。在今天看来，这个结论是明显可笑的，但在20世纪50年代，这却是个革命性的概念，因为那是个投资组合随意构建的年代。今天，这篇不长的文章被认为是现代金融的发端。

七年之后，马科维茨出版了他的第一本著作——《投资组合选择：有效多元化》（1959年）。人们认为这是他最大的贡献，他将视线转移到整个组合的风险衡量方面。他将测量一组股票走向的方法称为“协方差”。在一个投资组合里，如果包含了不同走向的个股，即便个股具有风险，实际上整体却是个保守的选择。无论如何，他说多元化是关键。他的结论是，聪明的投资者首先选择风险度合适的个股，然后构建具有低协方差效应的多元化的投资组合。

## 尤金·法玛：有效市场假说

1965年，尤金·法玛在芝加哥大学《商务期刊》上发表了他的博士论文——“股价行为”，提出了股市行为的综合理论。他的观点非常清晰：对于未来股市的预测毫无意义，因为市场是有效的。在一个有效市场中，当信息公布后，大量理性的投资者会即刻做出反应，令股价瞬间进行相应的调整，股价反应是如此之快，以至于没有人可以从中额外获利。在任何一个特定的时点，股价都反映了所有信息，因此市场是有效的。

## 威廉·夏普：资本资产定价模型

在马科维茨的论文首次发表之后大约十年，一个年轻的博士生威廉·夏普找到他长谈了自己关于投资组合理论的工作，以及无数的协方差。次年，1963年，夏普出版了他的论文——“关于投资组合分析的简化模型”。在完全承认自己受马科维茨启发的同时，他提出了一个更为简单的方式。夏普认为所有证券，都与其内在的某些基本因素存在相应关系，因此分析单个证券的波动很简单，他用“贝塔因子”来衡量波动性。

一年之后，夏普提出了一个影响深远的名词——资本资产定价模型（CAPM），作为他的单因素模型高效投资组合的直接延伸。第一类风险是整体的市场风险，被他称为“系统风险”。系统风险是贝塔，无法通过多元化的方式化解。第二类风险是非系统性风险，特别是个股风险。不像系统性风险，这类非系统性风险可以通过增加不同风格的股票的多元化方式，进行化解。

大约在十年的时间里，上述三位学者的研究，后来被称为现代投资组合理论的重要因素。马科维茨提出了合适的风险-回报平衡的多元化方案；法玛提出了有效市场理论；夏普提出风险定义。于是历史上首次出现，金融的命运不再掌握在华尔街、华盛顿，甚至不在企业家手里。放眼望去，金融世界已被一群大学教授所定义，金融从业者最终将叩响他们的大门，在象牙塔里，他们已成为现代金融的新的大祭司。

## 巴菲特对于风险和多元化的看法

现在，让我们回到巴菲特，他以区区数千美元起家，通过投资累积了250亿美元的财富。他用投资合伙企业赚来的钱，控股伯克希尔公司，迅速积累财富数以十亿计。在这25年的时间里，他从来没有听说过，也从来没有考虑过股票的协方差、减少组合变动的策略，或市场有效定价之类的理论。巴菲特的确深刻地思考过风险，但他关于风险的看法与学者们迥异。

回想一下现代投资组合理论，风险被定义为股价的波动。但巴菲特将股价的下跌视为机会，认为股价下跌实际上减少了风险。他说：“投资者应该像企业家一样才对，学者们关于风险的学术定义脱离市场，极为荒谬。”

[\[12\]](#)

巴菲特对于风险有着不同的定义：投资损失或伤害的可能性。真正关键的是企业的“内在价值风险”，而不是股票价格的走势。他说，真正的风险是一项投资的税后回报“是否为投资人至少保持其投资之初的购买力，加上合适的利率因素”。 [\[13\]](#)



在巴菲特看来，风险与投资者的投资期限有着千丝万缕的联系，这一点是巴菲特和现代投资理论关于风险定义的最大不同之处。巴菲特解释，如果你今天买了股票打算明天卖出，这就等于参与了风险交易。这其中的赔率不会好于抛硬币游戏，有一半机会失败。然而，如果你将期限延伸至数年（投资时间拉长），风险的可能性就会大大下降，当然前提是你做了有意义的投资。巴菲特说：“如果你问我，今天买可口可乐明天卖出，这样的风险如何？我只能说风险太大了。”<sup>[14]</sup>但是巴菲特所考虑的是今天买进可口可乐，然后持有十年，那就没有什么风险。（为何同样是今天，买了同样的可口可乐股票，一个是风险太大，一个是没有风险呢？）

巴菲特关于风险的独特视角，给了他的投资组合不同的多元化策略，他认为自己是现代投资组合理论的对立面。记住，根据理论，广泛多元化的主要益处在于减少个股波动。但是如果你不在意股价的短期波动，就像巴菲特一样，你就会从不同的角度重新审视组合多元化的问题。

巴菲特说：“多元化是无知的保护伞。如果你不想发生什么特别的不测，你最好拥有市场上的全部股票，这没有什么错。这对于那些不知道如何分析企业的人而言，是个好方法。”在很多方面，现代投资组合理论对于那些没有知识、不懂得如何评估企业的人而言，能为他们提供保护。根据巴菲特的观点，现代投资组合理论“能让你知道如何达到平均，但我认为任何人都应该有50%的把握达到平均水平。”<sup>[15]</sup>

最后，如果有效市场理论是正确的，就不可能有人或机构跑赢大盘，更不可能有同一组人或机构持续跑赢，除非随机意外。然而，巴菲特过去

48年的经历是个初步的证明，这是可能的。尤其当人们看到，其他杰出的投资者使用巴菲特的方式同样击败了市场。这说明了什么？

巴菲特对于有效市场理论的质疑，集中在一个核心点：没有证据表明，所有投资者都会分析所有可能得到的信息，并由此获得竞争优势。“从观察来看，市场经常是有效的，但它并非总是有效的。这其间的区别就像白天不懂夜的黑。”<sup>[16]</sup>

不过，有效市场理论依然如宗教教条般，在商学院里被教授给学生，这其实给巴菲特们提供了机会。巴菲特挖苦地说：“实际上，这些帮倒忙的学生和轻信的投资学教授们，给我们以及其他格雷厄姆的追随者，提供了非凡的服务。在任何一种竞赛中，无论金融、心理还是真实竞赛，如果你的对手被告知尝试都是无用的，这对你而言将是个巨大的优势。从自私的立场出发，我们应该给他们提供椅子，让他们一直将有效市场理论传播下去。”<sup>[17]</sup>

如今，投资者都深陷在智力与情绪的十字路口上，左边通往现代投资组合理论，它具有五十年的历史，充满了学术论文、完美的公式、诺贝尔奖获得者。它似乎给了投资者从A点到B点的平坦之路，没有股价的颠簸，可以将情绪创伤最小化。相信市场是有效的，因此价格和价值是一样的，是同一件事情，所以现代投资组合理论的追随者首先关注的是股价，其次才关心价值，或者根本不关心。

在这十字路口的右边，是通往巴菲特和其他成功投资者的路径。在过

去五十年里，充满了实践的经历、简单的算术、长期坚持的企业家。它试图给投资者带来的，不是从A点到B点没有短期波动的旅程，而是一种风险调节之后，内在价值成长最大化的投资路径。巴菲特道路的支持者不相信市场总是有效的，取而代之的，他们首先关注资产价值，然后才关心价格，或者根本不关心。

现在，你已经了解了现代投资组合理论的大致框架，尽管短暂，你可以看到其支持者与巴菲特方法的冲突。你会发现无论在教室里，还是职场上，你都属于小众。从巴菲特方法中学到的东西令你具有叛逆色彩，在投资大军中令你与众不同。你将体会到，与众不同如何遭遇自己的心理挑战。

我写巴菲特已经有20年了，在此期间，我没有遇到任何一个人对于书中列出的方法表现出强烈的反对。然而，我遇到无数的人，尽管他们完全同意巴菲特的观点，却从来没有真正运用过他的方法。我认为懂得他的投资成功是最重要的关键，这也是一个并未完全破解的谜。一句话，巴菲特是理性的，非情绪化的。

## 为何心理学会起作用

2002年，心理学家丹尼尔·卡尼曼获得了诺贝尔经济学奖，因为他“从心理学到经济科学的综合洞察力，特别是对于在确定性条件下，人类判断和决策的研究”贡献。这标志着行为金融学正式进入资本市场领域，尽管电

脑程序和黑盒子仍然被广泛使用，掌控股市的仍然是人。

因为情绪比之理性更有力，恐惧和贪婪会推动股价或高于或低于内在价值。巴菲特说，当人们贪婪或畏惧时，他们经常以愚蠢的价格买卖股票。短期而言，人们的情绪对于股价更具影响，而不是公司的基本面。

早在行为金融学这个名词出现之前，它就已经被一些具有叛逆精神的人所懂得和接受，像巴菲特、芒格。芒格曾经说，从学校毕业后，他们“发现现实的世界中，存在大量非理性的现象”。<sup>[18]</sup> 他不是说预测时机，而是当非理性行为确实发生后，导致的随之发生行为的可预测模式。

在巴菲特和芒格之外，直到最近，主流投资界才开始认真对待金融和心理学的交互问题。当涉及投资，情绪变得非常真实，它能影响人们的行为，最终影响股价。我肯定，你已经知道，两个原因告诉你为何懂得人们的冲动是如此有价值：①你能从中学会如何避免多数人的错误。②你可以识别是他人的错误，并从中捕捉到机会。

我们所有人都是脆弱的，会有个人的判断失误，这些都会影响成功。当数以百万计的人的错误汇集在一起，会将市场推向毁灭性的方向。从众心理越强，错误的积累就越多。在非理性的怒海狂涛之中，只有少数理性者才能生存。

实际上，对于情绪驱动的误判，解药只有理性，特别当征途漫漫之时，更需要耐心和毅力。这正是我们下一章的主题。

- [1] Outstanding Investor Digest, August 10, 1995, 11.
- [2] Benjamin Graham, The Intelligent Investor ( New York:Harper&Row, 1973 ) , 106.
- [3] Jonathan Fuerbringer, "Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained, New York Times, March 30, 1997, section 3, p.6.
- [4] Jonathan Burton, "It Just Ain't Rational," Fee Advisor, September/October 1996, 26.
- [5] Brian O'Reilly, "Why Can't Johnny Invest?," Fortune, November 9, 1998, 73.
- [6] Fuerbringer, "Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained."
- [7] Shlomo Benartzi and Richard Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Risk Premium," Quarterly Journal of Economics 110, no.1 ( February 1995 ) : 73-92.
- [8] Berkshire Hathaway Annual Report, 1984, 14.
- [9] Graham, Intelligent Investor.
- [10] Ibid.
- [11] For a comprehensive and well-written historical summary of the development of modern finance, see Peter Bernstein, Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street ( New York:Free Press, 1992 ) .
- [12] Berkshire Hathaway Annual Report, 1993, 13.
- [13] Ibid.
- [14] Outstanding Investor Digest, June 23, 1994, 19.
- [15] Outstanding Investor Digest, August 8, 1996, 29.

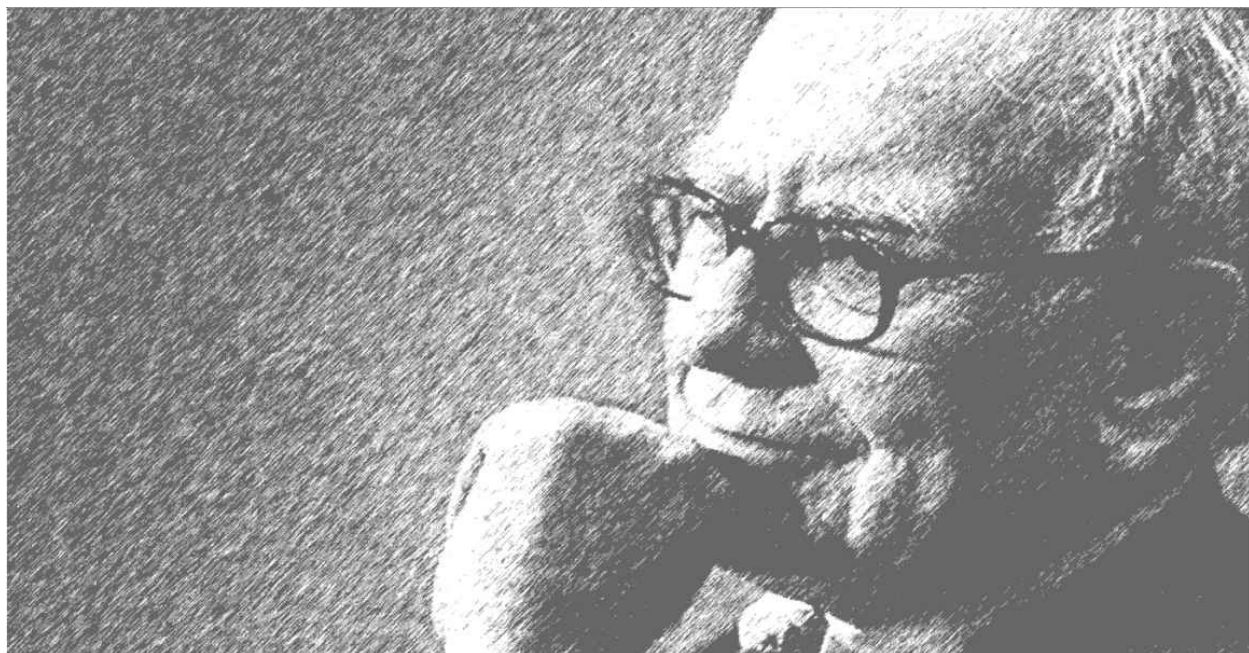
[16] Berkshire Hathaway Annual Report, 1988, 18.

[17] Ibid.

[18] Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham AL: AKPE, 1988), 683.



## 第7章 耐心的价值



列夫·托尔斯泰在其史诗般的巨著《战争与和平》中，做出了如此深刻的观察：“天下勇士中，最为强大者莫过于两个——时间和耐心。”当然他是从军事角度说的这句话，但这个描述放在投资方面同样熠熠生辉，对于那些想深化对于资本市场的了解的人而言，也具有巨大的价值。

所有的市场行为都与时间的连续性相关，在时间的坐标上，从左到右，我们观察到发生在微秒、分、小时、天、星期、月份、年度、十年的那些交易决策，尽管没有明确的划分，但基本上人们都会同意，越是在时间坐标线上靠左，越是投机；越是靠右，越被认为是投资。毋庸置疑，巴菲特悠闲安静地坐在这个时间坐标的右侧，保持着长期的耐心。

这也提出了问题：为什么这么多人在坐标的左侧跃动不停，试图用最



快的时间赚最多的钱呢？这是贪婪吗？是错误的信念吗？他们认为自己能预测市场心理的走向？抑或，过去经历了两个熊市、一个金融危机的十年，让他们已经失去了在长期投资中取得正回报的信心？对于所有这些问题的回答都是：“Yes！”尽管每一个都是问题，但最让我感到困惑的是对于长期投资信心的缺乏，因为长期投资正是巴菲特成功道路的核心。

## 长期而言

将短期投资和长期投资这两种策略进行比较，这种开创性的工作始于20年前的两位教授——哈佛教授、约翰·贝茨·克拉克奖章获得者安德烈·施莱弗，和芝加哥大学布斯商学院的金融学教授罗伯特·维什尼。1990年，他俩给《美国经济评论》写了篇研究报告，题为“公司的新理论：平衡投资者和企业的短期视野”<sup>[1]</sup>。文中，他们对于成本、风险、短期和长期对冲回报进行了比较。

进行对冲的成本是你投入资本的时间价值；风险是覆于结果之上的不确定性数量；回报是投资获得的盈利数量。在短期对冲行为中，这三个因素数量都较少。在长期对冲行为中，你的资本投资期会更长，何时获得回报更为不确定，但回报应该更高。

根据他们的研究，“在平衡之中，从每一类对冲资产中获得的净预期回报应该是相同的。因为，长期对冲投资策略较之于短期更昂贵，前者必须从更为严重的错误定价中获取更多的回报，以取得平衡。”<sup>[2]</sup>换言之，因

为长期对冲策略的投资比短期对冲策略的投资成本更加高昂，所以回报必须更高。

他们指出，股票可以被用作短期对冲的工具。例如，利用消息做对冲的短期投机者，可以将赌注押在并购消息上，也可以在发布盈利时，或其他任何使错误定位迅速消失的公告上。甚至，即使股票的价格在这些消息出来后没有反应，在没有收益的情况下，这些炒手也会迅速撤离。循着他们的思路，投机者的成本是很低的（动用资本的时间很短），并且风险很小（不确定性会很快终结），然而，回报也会很少。

值得注意的是，为了获取足够可观的回报，执行短期对冲策略的炒家必须一次又一次地重复这些迅速的行动。两位教授解释说，投机者为了提高回报，必须提高投资成本（投入资本的时间），以及冒更多风险（经受更多的不确定性）。对于投机和投资两者而言，控制变量的是时间跨度。投机者期望时间短些，哪怕回报少些；投资者期望时间长些，同时期望回报更高些。

这引导我们走向下一个问题：在长期对冲策略的投资行为中，通过买入并持有股票的策略，能获得更大的回报吗？我决定一探究竟。

我们跟踪计算了1970~2012年期间，为期一年、三年、五年的回报情况。在这43年中，以一年为期计，标普500指数中的成分股公司平均有1.8%的公司股价翻番，或者说，500家公司中有9家翻番；以三年计，有15.3%的公司，或77家股价翻番；以五年计，有29.9%，或150家公司股价

翻番。

这样，回到原来的问题：长期而言，通过买入并持有股票的策略，能获得更大的回报吗？答案是无可争议的“YES”！除非你认为每五年翻一番实在是太过平凡了，这相当于14.9%的年复利回报率。

当然，投资者在事先挑选股票的过程中，必须进行深度的调查研究，发现那些具有五年翻番潜力的股票。这些策略存在于他们挑选股票的过程中，以及管理人的组合策略中。对于那些运用本书所列出的投资准则的投资者，他们坚持低换手率的组合策略，我有信心他们具有五年翻番的能力。

金融理论告诉我们，投资者的回报来源于发现错误定价。我们可以假设，如果超额收益来源于巨大的错误定价，那一定会吸引众多投资者蜂拥而至，去迅速填平价格和价值之间的差距。当进行对冲者众多，回报就会降低。然而，回顾我们刚刚提到的1970~2012年期间的平均每五年的回报统计，我们没有发现超额收益的任何显著减少。的确，投资翻番的绝对数字与整体市场表现相关。牛市中会有更多的股票翻番，熊市中会相应减少。但无论市场状况如何，相对于大势的翻番比率依然令人印象深刻。

那些以五年为期试图消灭价格与价值间差距的人是谁？答案：长期投资者。然而，跨度长达43年的时间里，这种差距依旧存在，或许说明市场主流经常被短期炒家占据。简而言之，那些预期中的，消灭错误定价的长期投资者大军总是缺席的。

1950~1970年期间，市场平均的持股时间为4~8年。然而，自从20世纪70年代起，持股时间持续缩短，时至今日，基金持股的时间以月来计算。我们的研究显示，获取超额收益的机会通常出现在持股三年之后。毫无疑问，由于换手率超过100%，绝大多数人肯定与此无缘。

肯定有人说，市场会很好地调节短期炒家和长期投资者之间的平衡。如果市场包括两种同样的力量——一半吸引短期炒家的错误定价，一半吸引长期投资者填平价格、价值间差距，那么这个结论是对的，市场的长、短期无效将会极大程度地被消弭。但当这个平衡被打破时，市场会如何？一个被长期投资者主导的市场，会留下一个无人值守的错误定价的市场；一个被短期炒家主导的市场，对于长期的错误定价会毫无兴趣。

为什么市场失去了如此多曾经的多元化？因为人们慢慢地从长期投资转变为短期投机。这种转变是可预期的，这只是个简单的算术问题。因为如此多的人参与短期投机，胜出的难度在增加，而回报在减少。由于强有力的磁石效应，吸引着越来越多的人参与短期投机，这就将稀有的、超额回报的机会留给了长期投资者。

## 理性：重要的分野

根据《牛津美国词典》的定义，理性是一种信念，是人们的意见或行为应该基于理由、知识，而不是情绪反应。一个理性的人应该思维清晰、理智、富有逻辑。

对于理性的理解，首先，理性不等同于智力。聪明人可能会干傻事。多伦多大学人类发展与应用心理学教授基思·斯坦诺维奇认为，像IQ测试或AST/ACT考试之类，在衡量人的理性思维方面几乎毫无用处，“这最多只是一个轻度的预测，一些理性思维技能甚至完全与智力不相干。”<sup>[3]</sup>

在《智力测试所迷失的：理性思考的心理学》一书中，他创造了一个词——理性缺失——意指尽管具有高智力，却不能进行理性思考和行动。认知心理学认为，有两个原因造成理性缺失：一是处理问题；二是内容问题。让我们一个一个来看。

斯坦诺维奇相信人类没有进化好，当解决一个问题时，人们会有不同的认知机制供选择。在机制的一端，具有强大的计算能力，但这个强大的计算能力与成本相关。它是一个慢速度的思考进程，以及要求高度的专注。在思考机制的另一端是快速的，要求很少的计算能力，几乎不要求专注，允许迅速决策。他说：“人类是认知的吝啬鬼，因为我们基本趋向于默认几乎不要求计算能力的那种处理机制，尽管它们不准确。”<sup>[4]</sup>一句话，人类是懒惰的思考者。当解决问题时，他们选择容易的方式，结果，他们的解决方案经常不合逻辑。

## 慢速的观点

让我们将视线转到信息扮演的角色上来，我们要求的信息涉及本章的主题——耐心，以及“慢速”的价值。

很多读者也许不知道杰克·特雷诺，他是金融管理界的知识巨人。最初在哈佛他想成为一个数学家，他1955年以优异成绩毕业于哈佛商学院，在一家咨询公司的研究部开始其职业生涯。作为一位年轻的分析师，在一次为期三周的前往科罗拉多的旅游中，他写了一篇长达44页的有关风险问题的数学笔记。他是个多产的作家，最终成为CFA机构的《金融分析师期刊》的编辑。

多年以来，特雷诺与很多金融界知名学者之间交换论文，包括诺贝尔奖获得者佛朗哥·莫迪利亚尼、默顿·米勒、威廉·夏普。他也有几篇论文获得久负盛名的大奖，包括金融分析师期刊的格雷厄姆·多德奖和罗杰·F·穆雷奖。2007年，他赢得了著名的CFA机构职业优异大奖。幸运的是，他那些原本散落四处的笔记，现在被结集为574页的《特雷诺看机构投资》一书，对于所有认真的投资者来说，这本书都值得收藏。

我的那一本已经被翻卷了，因为在一年的时间里，我反复地阅读了自己喜欢的部分章节，尤其是临近结尾424页的“长期投资”。它首次出现在1976年5月、6月，发表于《金融分析师期刊》上，内容从永远存在的难题——市场效率开始。他想知道，无论我们如何努力，却无法知道市场是否已经打折，这个观点对不对？为了阐明这个问题，他让我们区分两个问题：“两种投资观点：一种是简单明了，几乎不要求特殊的专业技能去评估，因此是迅速决策的过程。b，一种是需要反馈、判断、特殊的专业技能去评估，因此是慢速决策的过程。”<sup>[5]</sup>

“如果市场是低效的，它就不会对于第一种想法无效，因为根据定义，

第一种不可能被数量众多的投资人错误评估。”<sup>[6]</sup>他说，换言之，我们可以认为，不可能仅使用PE、分红率、市净率、PEG、52周最低、技术图表等简单的分析方式就轻易赚到钱。“如果市场低效存在，因此任何投资机会将来自于第二种投资方式——慢速的过程。与公司长期发展相关的第二种观点是长期投资者唯一有意义的基石。”<sup>[7]</sup>

我肯定，你已经意识到我在书中列出的投资准则是“慢速”的方法，并且与公司的长期发展相关，因此是长期投资的基础。让我们总结一下，慢速的观点并不难掌握，但比之“简单明显”的快速方式要费力些。

## 系统1与系统2

多年以来，心理学家以极大的兴趣关注着我们的认知过程，它被分为两个思维模式：直觉和理智。传统上，直觉产生“快速和关联”认知。理智被描述为“慢速和规则支配”。今天，心理学家们通常称这些认知系统为系统1和系统2。

系统1的思维方式简单、直接，快速运行，几乎不花时间，无需使用太多的知识去计算PE或分红率。

系统2的思维方式是我们认知过程的反思部分，它以一种可控的方式，投入努力而慢速。我们的“慢速观点”要求“反馈、判断和特别的技能”，属于系统2思维。



2011年，诺贝尔奖获得者丹尼尔·卡尼曼写了本非常重要的著作《思考，快与慢》，篇幅达500页，该书成为《纽约时报》畅销书，在当年非小说类图书中排行前五名，相当了不起。我最喜爱的部分是第三章“懒惰的控制者”。卡尼曼告诉我们，认知的努力是一个心理工作，就像其他所有工作一样，我们中有很多人在工作越来越艰难时，会变得越来越懒惰。他很惊讶地发现，很多聪明人会满足于先前的答案，随之便停止思考。

卡尼曼说，参与系统2思维方式要求自我控制，持续自我控制的努力并不令人愉悦。如果我们被迫一次又一次重复做一件事，自控力就会出现下降的趋势。最终，我们会丧失兴趣。相反，“那些避免了这些懒惰原罪的人，他们有更敏感、更富活力的智商，不满足于表面的诱人答案，对于直觉充满怀疑与批判精神。”<sup>[8]</sup>

耶鲁大学的市场学助理教授沙恩·弗雷德里克，给我们描述了具有高智商的人们在系统1和系统2思维方式方面的表现。他集中了一组来自哈佛、普林斯顿、麻省理工等著名的常春藤大学的学生，并问他们如下三个问题：

（1）一个球棒和球共花了1.10美元。球棒比球多花了1美元，球花了多少钱？

（2）如果5台机器用了5分钟生产了5个零件，那么，100台机器需要多长时间生产100个零件？

（3）一个湖里有片睡莲，睡莲在生长，叶面每天长大一倍。如果用48

天叶面可以完全覆盖湖面，请问需要多长时间它可以覆盖一半的湖面？<sup>[9]</sup>

答案令人吃惊，这些顶尖的优等生超过一半回答错误，这令他得出两个主要问题：首先，人们不习惯于费劲地思考问题，通常会脱口而出心中首先出现的答案，这样，他们就无需费力气进入系统2的思维。第二个问题是，系统2思维对于系统1思维的错误几乎监管无力。这似乎清楚地告诉弗雷德里克，学生们的思维停滞在系统1，不会，也不愿转换到系统2。

系统1和系统2思维如何运用在投资上呢？比如，一个投资者考虑买入一只股票。使用系统1思维，他会将一个公司的PE、净资产、分红率等信息搜集起来，看看股价是否接近历史低点，看看公司是否在过去十年提高分红，据此，投资者或许立刻判定这只股票好不好。悲哀的是，太多投资者几乎完全依赖系统1的直觉思维做出决定，从来不运用系统2的理性思维。

如何调动系统2思维呢？很简单，你的系统2思维很强大，充满活力，不易产生疲劳。这种系统1和系统2的思维区别就是心理学家斯坦诺维奇所说的“分隔的内心”。

但是这“分隔的内心”只是在可辨别的情况下才会有分隔，例如在一个投资环境里，只有在充分了解或掌握了公司信息后，系统2的思维才有别于系统1的思维。这些信息包括竞争优势、管理层理性配置资产的能力、决定公司价值的重要动力、预防投资者做愚蠢决定的心理课程等。

对我而言，华尔街的很多决策都属于系统1的思维，主要靠直觉，也就

是俗话说的“拍脑袋”。决策多是机械的、快速的，未经大脑深思熟虑的。系统2是经过认真思考的，经过推敲，要求专注的。具有系统2思维方式的人通常更有耐心。为了让系统2思维更有效率，你必须花时间去推敲，甚至沉思、冥想。你肯定会认同，我在本书中列出的准则最适合用于慢思考，而不是快速决策的系统1思维。

## 心智工具间隙

根据斯坦诺维奇的说法，理性缺失的第二个原因是系统2思维中缺少足够的内容。研究决策制定的心理学家，将内容缺乏定义为“心智工具间隙”。这个词最早是哈佛的认知科学家大卫·帕金斯提出的，他说，心智工具就是一切人们心中所拥有的、用于解决问题的原则、策略、程序、知识。他解释说：“就像厨房里使用的工具叫做厨具，在电脑里运行的工具叫做软件，在内心中工作的工具叫做心智工具。一个人可以学习运用一件心智工具，去延伸他的整体批判性思维和创造性思维的能力。”<sup>[10]</sup>

那么，你需要什么样的心智工具去激活系统2思维呢？至少，你需要阅读公司年报，及其竞争对手的年报。如果从中可以得出，这个公司具有竞争力和长期前景乐观的结论，那么接下来，你应该做几个分红折现模型，包括不同的成长率、不同的股东盈余、不同的时段，以得出大约的估值。然后，你应该研究并搞清楚，管理层长期的资产配置策略。最后，你应该给一些朋友打电话，包括同事、财务顾问，看看他们对于该公司的看法，如果还有关于竞争对手的看法更好。注意：所有这些都无需高智商，但是

费时费力，与仅仅简单看看PE等财务指标相比，更需要内在的努力与专注。

## 时间与耐心

尽管已经有足够多的证据显示，具有耐心的长期思维是投资成功的最重要一环，但现实似乎没有太多改变。甚至，2008~2009年这次金融危机和熊市也没有改变我们的行为方式。现在，所有的市场活动都是短线的。20世纪60年代，纽约证券交易所的年化换手率低于10%，今天，这个比率超过300%，在过去50年里上升了30倍。<sup>[11]</sup>难以置信的是，如此大规模的短期行为的上升，竟然对于市场和参与者都没有什么变革性的影响。

理论上而言，市场参与行为的增多伴随着交易量的提高，能使市场具有更好的价格发现功能，这反过来可以减少价格与价值之间的差距，从而相应地减少市场的噪声和波动。但是现实中，我们发现市场中大部分的参与者是投机者，不是投资者，所以我们见到的是完全相反的景象：交易量的上升反而致使差距加大，增大了系统的噪声，导致更剧烈的波动。这个世界，当一个投资者被短期表现的压力押为人质，除了不满之外，其他什么都没有了。

不应该是这样的，巴菲特的成功就是因为他玩的是完全不同的游戏，我们被邀请加入这个游戏。成功的唯一要求就是采用一套不同的规则，当然，在这中间，耐心是最为重要的。

时间和耐心，一个硬币的两面，这就是巴菲特的精华。他的耐心所致的成功体现在伯克希尔旗下全资拥有的企业中，也体现在部分持股的企业中。在这个快节奏的世界里，巴菲特有意识地放慢节奏。一个置身其外的观察者，或许认为这种看似懒惰的态度，会放走容易赚的钱，但是真正欣赏这个过程的人却发现，巴菲特和伯克希尔正是用这种态度积累了巨额财富。投机者没有耐心，而巴菲特却为此而生，他说：“时光的最佳之处在于其长度。”

至此，我们画了一个完整的圆，情绪的重要组成和与之对应的理性。单单有智力不足以取得投资成功，与大脑的容量相比，将理性从情绪中分离出来的能力更为重要。“当其他人基于短期的贪婪与恐惧做决策时，理性最为重要。这就是赚钱的秘密。”<sup>[12]</sup>

巴菲特意识到市场短期的波动，既没有令他更富，也没有令他更穷，因为他的持有期限是长期。因此，大多数参与者不能忍受股价下跌带来的痛苦，巴菲特却一点也不紧张，因为他相信他比市场更能对一个公司进行正确的判断。巴菲特还指出，如果你不能干得更好，你就不属于这个游戏，就像一个玩儿牌的人，如果玩儿了一段时间还不知道谁是输家，那么你就是那个人。

理性缺乏，使投资者容易陷入系统1的思维，只能做出简单、浅显的判断，不适合复杂的股市。理性缺乏，使投资者成为恐惧和贪婪情绪的奴隶。理性缺乏，使股市参与者注定成为那个被称为投资的游戏中的受害者。

[1] Andrei Shleifer and Robert Vishny,"The New Theory of the Firm:Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms"American Economic Review,Paper and Proceedings 80,no.2 ( 1990 ) :148-153.

[2] Ibid.

[3] Keith Stanovich,What Intelligence Tests Miss:The Psychotogy of Rational Thought ( New Haven:Yale University Press,2009 ) .Also see Keith Stanovich,"Rationalityversus Intelligence,"Project Syndicate ( 2009-04-06 ) ,[www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org).

[4] Keith Stanovich."Rational and Irrational Thought:The Thinking That IQTests Miss,"Scientific American Mind ( November/December 2009 ) ,35.

[5] Jack Treynor,Treynor on Institutional Investing ( Hoboken,NJ:John Wiley&Sons,2008 ) ,425.

[6] Ibid.,424.

[7] Ibid.

[8] Daniel Kahneman,Thinking Fast and Slow ( New York:Farrar.Straus&Giroux,2011 ) ,4.

[9] The bat costs\$1.05 and the ball costs\$0.05.It takes 5 minutes for 100machines to make 100 widgets.It will take 47 days for the lily pad patch tocover half'the lake.

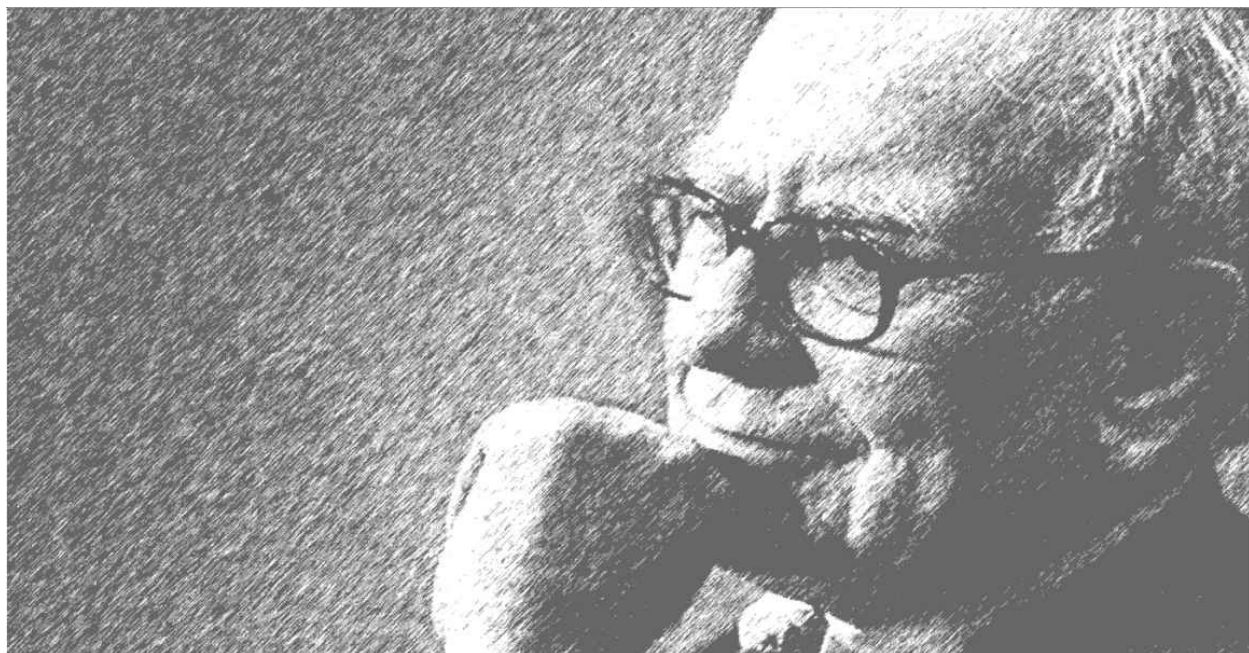
[10] D.N.Perkins,"Mindware and Metacurriculum,"in Creating Perspectives on Educational Change,comp.and ed.Dee Dickinson Johns Hopkins University School of Education,2002 ) .

[11] Ilia Dicher, Kelly Long, and Dexin Zhou, "The Dark Side of Trading," Emory University School of Law, Research Paper No. 11, 95-143.

[12] Carol Loomis, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything, 1966-2012* (New York: Time Inc., 2012), 101.



## 第8章 最伟大的投资家



巴菲特被称为世界上最伟大的投资家。他的伟大从何而来？人们为何给他这样的赞誉？在我看来，这其中只需要看两个简单的变量：相对跑赢大盘和持续时间。两者都需要。因为有无数人都在一段时间内跑赢过大盘，但仅仅是短期跑赢大盘不算什么，只有能做到长期跑赢大盘，这样的案例才有借鉴意义。

迈克尔·莫布森在他的《成功方程式》（2012年哈佛大学出版）一书中，恰当地描述了在企业界、体育界和投资界中，对于运气和技能两种因素的衡量，指出区别二者的方法是对结果的长期测量。运气或许在短期内会扮演角色，但历史会告诉我们，技能最终起到至关重要的作用，在这方面，巴菲特就是一个无与伦比的例子。

巴菲特管理资金的时间横跨60年之久，可以划分为两个时代：一是1956~1969年管理巴菲特投资合伙企业时代；一是管理时间更久的伯克希尔时代，始于1965年他接管该公司。

巴菲特开始他的合伙企业之初，年仅25岁，他只动用了很少的本金（他自己的投资只有100美元）。尽管当时的目标是每年至少6%的回报，但巴菲特自己设定了一个更高的目标：每年击败道琼斯指数10%。实际上，他干得更好，1956~1969年，巴菲特的合伙企业年回报率达到29.5%，比道琼斯指数高出22个百分点。在合伙企业成立之初，投入的每10000美元，在其1969年结束之时，在扣除管理费之后，成长为150270美元。同期，如果投到道琼斯指数上，将成长为15260美元。在上述期间，道琼斯指数有五年回报为负数，但巴菲特从没在任何一年亏损过，而且每一年都击败指数。

当年，几乎没有什么投资家可供巴菲特学习。20世纪60年代中期，杰拉尔德·蔡（即传奇华人投资家蔡志勇）和弗雷德·卡尔，这两位最为著名的基金经理正处于辉煌年代，而此时巴菲特已经在考虑关闭合伙企业了。上述两位著名的投资家通过投资热门股而成名，也因热门股的崩塌而毁掉了一世英名。

卡罗尔·卢米斯早期发表在《财富》杂志的一篇题为“无人企及的琼斯”的文章中，将巴菲特的业绩与著名的对冲基金经理阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯进行比较，当时，琼斯有10年的投资记录，而巴菲特只有9年的记录。以5年为期，比较的结果是巴菲特获胜，击败琼斯334%~325%。但卡罗尔

指出，巴菲特不久就关闭了他的合伙企业，而琼斯与那些没有预见到股市严重高估的人们一起在苦海中沉浮。

即便抛开巴菲特早期合伙企业阶段不可思议的优秀投资记录，他在伯克希尔期间取得的巨大成功，也无愧于世界上最伟大的投资家称号，参见表8-1。1965~2012年，伯克希尔的每股账面价值从19美元上升到114214美元，年回报率达到19.70%。相应地，标普500指数（包括分红在内）年回报率为9.4%。在这48年里标普500指数有11年亏损纪录，几乎占到1/5的年头，伯克希尔仅有两年为负。

表8-1 伯克希尔公司回报率与标普500指数对比

| 年份   | 年度变化率          |             |               |
|------|----------------|-------------|---------------|
|      | 伯克希尔每股账面<br>价值 | 标普 500 指数股息 | 相关结果          |
|      | ( 1 )          | ( 2 )       | ( 1 ) - ( 2 ) |
| 1965 | 23.8           | 10.0        | 13.8          |
| 1966 | 20.3           | ( 11.7 )    | 32.0          |
| 1967 | 11.0           | 30.9        | ( 19.9 )      |
| 1968 | 19.0           | 11.0        | 8.0           |
| 1969 | 16.2           | ( 8.4 )     | 24.6          |
| 1970 | 12.0           | 3.9         | 8.1           |
| 1971 | 16.4           | 14.6        | 1.8           |
| 1972 | 21.7           | 18.9        | 2.8           |
| 1973 | 4.7            | ( 14.8 )    | 19.5          |
| 1974 | 5.5            | ( 26.4 )    | 31.9          |
| 1975 | 21.9           | 37.2        | ( 15.3 )      |
| 1976 | 59.3           | 23.6        | 35.7          |
| 1977 | 31.9           | ( 7.4 )     | 39.3          |
| 1978 | 24.0           | 6.4         | 17.6          |
| 1979 | 35.7           | 18.2        | 17.5          |
| 1980 | 19.3           | 32.3        | ( 13.0 )      |
| 1981 | 31.4           | ( 5.0 )     | 36.4          |
| 1982 | 40.0           | 21.4        | 18.6          |
| 1983 | 32.3           | 22.4        | 9.9           |
| 1984 | 13.6           | 16.1        | 7.5           |
| 1985 | 48.2           | 31.6        | 16.6          |
| 1986 | 26.1           | 18.6        | 7.5           |
| 1987 | 19.5           | 5.1         | 14.4          |
| 1988 | 20.1           | 16.6        | 3.5           |
| 1989 | 44.4           | 31.7        | 12.7          |
| 1990 | 7.4            | ( 3.1 )     | 10.5          |
| 1991 | 39.6           | 30.5        | 9.1           |
| 1992 | 20.3           | 7.6         | 12.7          |

(续)

| 年份          | 年度变化率          |             |               |
|-------------|----------------|-------------|---------------|
|             | 伯克希尔每股账面<br>价值 | 标普 500 指数股息 | 相关结果          |
|             | ( 1 )          | ( 2 )       | ( 1 ) - ( 2 ) |
| 1993        | 14.3           | 10.1        | 4.2           |
| 1994        | 13.9           | 1.3         | 12.6          |
| 1995        | 43.1           | 37.6        | 5.5           |
| 1996        | 31.8           | 23.0        | 8.8           |
| 1997        | 34.1           | 33.4        | 0.7           |
| 1998        | 48.3           | 28.6        | 19.7          |
| 1999        | 0.5            | 21.0        | ( 20.5 )      |
| 2000        | 6.5            | ( 9.1 )     | 15.6          |
| 2001        | ( 6.2 )        | ( 11.9 )    | 5.7           |
| 2002        | 10.0           | ( 22.1 )    | 32.1          |
| 2003        | 21.0           | 28.7        | ( 7.7 )       |
| 2004        | 10.5           | 10.9        | ( 0.4 )       |
| 2005        | 6.4            | 4.9         | 1.5           |
| 2006        | 18.4           | 15.8        | 2.6           |
| 2007        | 11.0           | 5.5         | 5.5           |
| 2008        | ( 9.6 )        | ( 37.7 )    | 27.4          |
| 2009        | 19.8           | 26.5        | ( 6.7 )       |
| 2010        | 13.0           | 15.1        | ( 2.1 )       |
| 2011        | 4.6            | 2.1         | 2.5           |
| 2012        | 14.4           | 16.0        | ( 1.6 )       |
| 复合年增长       |                |             |               |
| 1965 ~ 2012 | 19.7%          | 9.4%        | 10.3          |
| 总增长         |                |             |               |
| 1964 ~ 2012 | 586 817%       | 7 433%      |               |

看着这些长期持续超级表现的数字，毋庸置疑，巴菲特是世界上最伟大的投资家。但这些数字背后的巴菲特是怎样一个人呢？

## 私下里的巴菲特

巴菲特从艾森豪威尔总统时代开始其投资生涯，持续六十年而长盛不衰，我们该如何看待这样一个传奇人物？

在童年时代，巴菲特就对每个人宣称自己在30岁之前会成为百万富翁，如果做不到就从奥马哈最高的楼上跳下去。当然，关于跳楼的部分是开玩笑，甚至他是否成为百万富翁也没有人当真。今天，他的成就远远超出年轻时的目标，但熟悉他的人都知道，巴菲特根本不在意什么亿万富翁的生活方式。他仍然住在1958年在奥马哈买的老房子里，开着老款的美国车，喜欢吉士汉堡、可乐、冰激凌等花样美食，他唯一的癖好是他喜欢的私人喷气飞机。他说：“并不是我喜欢钱，而是我喜欢看着它们增长。”<sup>[1]</sup>在第1章，我们知道他将钱回馈给社会时，自己也享受着巨大的快乐。

现今社会，当爱国主义经常被认为是陈词滥调时，巴菲特却在美利坚高高擎起这杆大旗。他毫不掩饰地指出，美国这片土地给任何愿意打拼的人们，提供了众多的成功机会，他总是以乐观、积极、向上的态度看待这一切。一般认为，人在年轻的时候容易乐观，随着年龄渐长，悲观主义渐渐抬头，但巴菲特似乎是个例外。我想部分原因是他在经历了六十年的风风雨雨、各种创伤与阵痛之后，最终看到的是市场、经济、国家终将复苏

和持续向前发展。

用谷歌搜索一下20世纪50年代、60年代、70年代、80年代、90年代，以及21世纪的第一个十年，看看发生过的重大事件，有太多的事件载入史册，特别重大的包括核战争边缘政策、刺杀总统或总统辞职、国内骚动和暴乱、地区战争、石油危机、恶性通货膨胀、两位数的利率、恐怖袭击等，更不要说时不时的经济衰退以及周期性的股市崩盘。

当被问及，如何在动荡不安的股市大海上航行时，巴菲特以一贯的平易近人的口吻说：我只是“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧而已”。但我认为这背后有着更多故事，巴菲特具有了历经千锤百炼的技能，使他不仅能在危机之时生存下来，也能在艰难时期积极进取、大举投资。

## 巴菲特优势

多年以来，学者们和投资界人士一直在争论市场有效理论的正确性。如同你在第6章所看到的，这个具有争议的理论认为，市场的股价已经反映了所有可获得的信息，所以分析股票是徒劳无益、浪费时间的。在这个意义上说，市场已经做了所有你需要的调研工作。那些坚持认为该理论正确的人，会半开玩笑地说，投资人随手往行情表上扔出一个飞镖，据此作出的投资决策，与那些花数小时仔细阅读年报、季报，经验丰富的金融分师相比，拥有同样的胜算。

然而，那些持续击败市场指数的投资家的成功——尤以巴菲特最为突



出，说明市场有效理论存在漏洞。包括巴菲特在内的人认为，大多数基金经理跑输大势的原因，并非因为市场是有效的，而是他们的投资方法不完善。

管理咨询顾问们相信成功企业具有三个明显的优势：行为优势、分析优势、组织优势。<sup>[2]</sup> 研究巴菲特的行为，我们可以看看这三个因素是如何作用的。

## 行为优势

巴菲特告诉我们成功的投资不要求有高智商，或在商学院接受高等教育。最为重要的是性格，当他谈到性格时指的是理性。理性的基石就是回望过去、总结现在，分析若干可能情况，最终做出抉择的能力。简而言之，沃伦·巴菲特就是这样做的。

那些了解巴菲特的人都认为，是理性令其与众不同。芒格说：“在我哈佛法学院的班上，有数以千计的同学，我熟悉所有的尖子生，但他们中没有一个能像巴菲特那样，大脑如同超级理性的机器。”<sup>[3]</sup> 与巴菲特相熟50多年的《财富》杂志的卡罗尔·卢米斯也相信，理性是巴菲特投资过程中最为重要的特点。<sup>[4]</sup> 《巴菲特：一个美国资本家的成长》一书的作者洛温斯坦说：“巴菲特的天分体现在耐心、自律和理性。”<sup>[5]</sup>

作为伯克希尔董事的比尔·盖茨，也同样认为理性是巴菲特最为突出的特征。他们两人曾花一下午时间，在西雅图的华盛顿大学礼堂里，回答学

生们的提问。第一个学生的问题是：“你如何成为今天的样子？你怎么变得比上帝还富有？”巴菲特深吸了一口气，开始回答：

“在我的例子中，如何变成今天这个样子实际上非常简单。这与IQ无关，我肯定你们听了会很高兴。最重要的是理性。我总是将IQ或天赋视为电机的马力，但是动力的输出——也就是马达的效率——却依赖于理性。很多人拥有400马力的电机，但是只有100马力的输出功率，这还不如只有200马力的电机全数输出的效率。”

“那么，为什么聪明人没有发挥出上天赋予的能力？这与一个人的习惯、特质、性格以及如何行为的理性方式有关，不是你任性的行为方式。正如我曾说过的那样，每个人都能做到我做过的事情，并可能做得更好，但有些人成功了，而另一些人失败了。那些人之所以失败，是因为他们一意孤行，不是因为这个世界不给你机会。”<sup>[6]</sup>

所有认识巴菲特的人都认为，巴菲特的驱动力是理性。他投资的策略就是理性配置资本。决定如何配置公司的盈利是管理层最为重要的决策；决定如何配置自己的资金是一个投资人最为重要的决策。在决策时运用理性思维是巴菲特最为欣赏的特质。尽管有各种变量存在，但金融市场上始终有一条理性之线贯穿其中，巴菲特的成功就是这条理性之线的结果，从未偏离。

## 分析优势

当巴菲特投资时，他看的是企业，而大部分投资人看的是股价，他们花很多时间关注股价、预测股价走势，却很少花时间了解他们部分拥有企业的基本面，这就是巴菲特与众不同的根源所在。

拥有和运作一家企业，给了他独特的优势去分析思考，他经历过企业的成功和失败，并将经验运用在股票市场上。大多数职业投资人没有实业方面的经验。当他们积极学习CAPM（资本定价模型）、贝塔系数、现代投资理论时，巴菲特在研究损益表、资本再投资要求、公司产生现金能力。巴菲特问：“你能向一条鱼解释在陆地上行走的感觉么？这或许需要一千年的时间，管理企业也一样。”<sup>[7]</sup>

巴菲特认为，投资者与企业家应该用同样的方式看待企业，因为他们想要的是同一样东西。企业家想买的是全部，而投资者买的是部分。如果你问一个企业家在购买一家企业时如何考虑，他们可能会说：“它能产生多少现金？”金融理论表明，长期而言，公司的价值与其产生现金的能力呈正相关的线性关系。因此，为了获取利润，企业家和投资人都应该关注同样的变量因素。

巴菲特说：“我们的观点是，学投资的人只需要学好两门课程：如何估值企业、如何对待股价。”<sup>[8]</sup>

记住，股市常常躁狂抑郁，有时会对于未来的前景欣喜若狂，有时会莫名其妙的低落。当然，这也创造了机会，特别是当杰出公司的股价出乎意料的低下之时。如果你不受那些具有躁狂抑郁症倾向的股评家的影响，

也不被市场牵着鼻子走，这时市场将不再是你的导师，而仅仅是帮助你买卖股票的工具。如果你相信市场比你更聪明，就全部买指数基金。但如果你对自己有信心，那么自己做分析研究企业，别理会股市涨跌。

巴菲特不会粘着电脑，不会盯着屏幕上的涨涨跌跌，没有电脑似乎过得不错。如果你打算拥有一个杰出的企业数年之久，那么股市上每天价格的波动无关紧要。你会惊喜地发现，即便你没有时时刻刻盯着股市行情，你的组合却也表现不错。如果你不相信，就试一试，先试试48小时不看行情，不要看电脑、手机、报纸、电视、广播上任何关于股价的信息，如果两天之后，你持有的公司无恙，请接着试一试三天，然后一个星期。很快，你就会相信，在没有盯着股价的情况下，你的投资很健康，持有的公司也运作良好。

巴菲特说：“我们买了股票之后，即便股市关闭一两年，我们也不会担心。例如我们拥有100%股权的喜诗糖果，我们根本不需要每天有什么报价来证明我们干得好不好。同样的道理，为什么我们需要给可口可乐每天报价呢？”<sup>[9]</sup>很清楚，巴菲特告诉我们，他不需要股价来证明伯克希尔的投资是否成功，对于个人投资者也一样。当你关注股市时，只要想着：“近来是否有愚蠢的家伙给我提供了低价买入好公司的机会？”如果是这样，你的水平就和巴菲特差不多了。

就像人们毫无意义地浪费了很多时间担心股市一样，他们同样根本不必担心宏观经济。如果你发现自己在讨论经济是否蓄势待发或可能衰退、利率是否上调或下降、是否有通货膨胀或通货紧缩，停下来歇会儿。巴菲

特会偶尔关注一下经济大势，但他不会花大量的时间、精力分析预测宏观经济前景。

通常投资者以分析经济大势为开始，然后根据这个假设，再挑选合适的股票以配合其宏伟巧妙的设想。巴菲特认为这种思维很荒诞。

首先，没有人能预测经济，就像没有人能预测股市一样。其次，如果你只是挑选那些在特定经济条件下才能获利的股票，那么你就不可避免地卷入了投机。无论你是否准确地预测了经济大势，你都需要不断调整组合，以便从下一次经济周期中获利。巴菲特倾向于购买那些在任何经济环境下均能获利的企业。当然，宏观经济环境会影响公司的利润率，但无论经济环境如何变化，最终，巴菲特型企业都能获利良好。相对于那些仅能在预测准确的情况下才能获利的股票，时间是优秀企业的好朋友。

## 组织优势

1944年的英国伦敦，在一栋历经纳粹德国大轰炸后幸存的大厦里，温斯顿·丘吉尔发表下议院演说：“我们塑造建筑，建筑也塑造了我们。”这段演讲后来被一代又一代的建筑学家们所热爱，它也能帮助我们理解伯克希尔的形态以及它的构建者。我们剖析巴菲特的优势，有助于对他所创建公司的组织结构加深了解。

当巴菲特最早以7美元/股买入伯克希尔的股票时，我不能肯定他是否预见了半个世纪之后的今天。但正如丘吉尔所言，公司的确反映了它的建

设者的特征，伯克希尔也拥有了巴菲特的深深烙印。

伯克希尔的成功基于三个支柱：

首先，公司的各个子公司产生大量的现金流，向上供给奥马哈总部。这些现金来源于公司旗下巨大的保险业务运作的浮存金，以及那些全资拥有的非金融子公司的运营盈利。

其次，巴菲特作为资本的配置者，将这些现金进行再投资，投资于那些能产生更多现金的机会。于是更多的现金反过来给了他更多的再投资的可能，如此循环往复。你一定能想象这样的画面。

最后一个支柱是去中心化。每一个子公司都有各自富有才华的管理团队负责日常工作，不需要巴菲特操心。这背后的益处在于，可以让巴菲特集中100%的精力，专注于资本配置的工作，这正是他天才所在之处。巴菲特的管理宣言可以总结为：“聘请最好的管理团队，别再为管理操心。”今天，伯克希尔旗下拥有80多个子公司，超过27万名员工，但公司总部仅有23名员工。

伯克希尔-哈撒韦公司的组织结构比单一公司结构更有力。《局外人：八个非传统的CEO和他们的成功理性蓝图》的作者威廉·桑代克指出：“巴菲特发展了一种世界观，它的核心着重于建立与优秀的人与企业的长期联系，避免不必要的频繁换手，以免打断复利增长的节奏，这对于价值的创造至关重要。”<sup>[10]</sup>

桑代克相信，巴菲特像一个“以减少频繁交易为主要目标的经理人、投资者、哲学家的合体。”<sup>[11]</sup>为什么？因为频繁换手存在成本，我不仅仅是说交易成本和资本利得税。在巴菲特心里，换手成本更多地与人性有关。如果你集合了最好的企业，拥有最好的管理层，由最好的股东提供融资，接下来应该是一段长期复利增长的美好旅程，为什么还要打断这个各种强有力因素结合在一起的价值创造的过程呢？

## 学会像巴菲特一样思考

过去20多年，我写作并四处宣扬巴菲特及其无与伦比的成功，我经常听到的一种说法是：“好吧，如果我也像他一样拥有亿万美元，我也能像他一样在股市上赚很多钱。”我一直没有明白这种说法，照这个说法的逻辑，在你拥有致富的才能之前你必须先有钱。是这样吗？但我必须提醒读者，巴菲特在赚取亿万美元之前，就总结出了一套合适于自己的投资方式。

我将尽可能说服你，根据你自己的财务状况，如果能将他的投资准则，整合进你的思考投资决策体系里，也可以取得巴菲特式的成功。我虽然不能保证，如果你以100美元起步，很多年之后也会拥有亿万美元，但我敢肯定，与那些和你拥有同样财务资源的人相比，如果他们更多依赖的是飘忽不定的投机计划，你一定会干得更好。

让我们假设一个情景，一步一步来。

让我们假设，你必须做出一个很重要的投资决策，明天你将有一个机



会挑选一家企业（仅仅一家）去投资，为了增加趣味，让我们假设，一旦你做出决定就不能动摇，你必须持有十年之久。最后，从该企业获得的利润将支持你的退休生活。现在，你应作何考虑？

## 企业准则

### 企业是否简单易懂

太多的人买一只股票，却不了解其销售、成本、产品利润等。除非你对于所投资的企业非常了解，熟悉它们的运营模式，否则不可能预见它们的未来。如果你能了解这些经营环节，就可以继续推进你的调研工作了。

### 企业是否有持续的经营历史

如果想将家庭的未来投资到一个公司里，你必须思考这家公司是否能经受得住时间的考验。你不太可能将未来押在一家没有历史、没有经过经济周期考验、没有竞争优势的新公司身上。你应该确认所投资的公司在过去的长时间里，展示了它强有力的盈利能力。

### 企业是否有良好的长期前景

最佳的企业是拥有长远靓丽前景的企业，也就是巴菲特所说的拥有“特许经营权”的企业。特许型企业的产品或服务是被需要、被渴望、无可替代的，其利润不会受到侵害。通常，这样的企业拥有商誉，能很好地抵御通

货膨胀的影响。最糟糕的企业是生产普通型商品的企业，普通型企业的产品或服务与其竞争对手没有区别，这类企业极少拥有商誉，它们唯一的竞争武器就是打价格战。普通商品型企业的困难在于，它们以杀价为武器的同行经常会低于成本倾销产品，以吸引顾客，希望留住他们。如果你与低于成本销售的企业竞争，将会厄运连连。

一般而言，大多数企业介于“弱特许”和“强普通”之间。一个弱的特许经营型企业的长远前景要优于一个强的普通型企业。即便一个弱的特许型企业仍然可以具有价格优势，让它赚取超出平均水平的投资回报。相反，一个强的普通型企业，只有在其供应商提供低成本的基础上，才能获得超出平均的回报。拥有特许型企业的一个优势在于，即便遇到无能的管理层，它仍然能生存，而普通型企业遇到这种情况将会致命。

## 管理准则

### 管理层是否理性

你无需盯着股市或宏观经济大势，取而代之的是关注你的现金。公司管理层如何将盈利再投资，将决定你是否能取得足够的回报。密切关注管理层的行为，如果企业产生的现金多于其维持运转所需，这就是你想要的企业。一个理性的管理层只会将钱投资于那些产出更高回报的项目上，如果找不到回报大于成本的项目，理性的管理层会将资金还给股东，通过提高分红或回购股份的形式。非理性的管理层则四处寻找花钱之道，而不考

虑将多余的资金还给投资人，他们最终会陷入低效投资的陷阱来。

## 管理层对股东是否坦诚

尽管你可能没有机会与公司CEO面对面谈话，但你可以通过他们与股东的交流得到相关信息。公司管理层是否以一种你能明白的方式，报告每一个部门的运营情况？他们是否开诚布公地面对失败，就像宣扬成功一样？最为重要的是，管理层是否公开承诺，公司的重要目标是将股东利益最大化？

## 管理层能否抗拒惯性驱使

有一种看不见的力量会使管理层陷入非理性行动，并置股东利益于不顾，这种力量就是惯性驱使。像旅鼠一样随大流，他们的行为逻辑就是觉得大家都这么干，一定是对的。对于管理层竞争力的一个衡量标准就是，他们能否独立思考，避免从众效应。

## 财务准则

### 重视净资产回报率，而不是每股盈利

大多数投资人通过每股盈利来判断公司的年度表现，看看是不是相对于上一年度有了很大提升或创下新的纪录。但因为公司通常会留存前一年度的部分或全部利润，这就增加了公司的运营资本基数，自然就会提高每

股盈利（在股本不变的情况下），因此仅仅看其盈利增长意义不大。当公司宣称“每股盈利创下新高”时，股东们可能会被误导，相信管理层一直干得不错。考虑到公司年复一年资本基础的增加，真正的衡量年度表现的方式是，净资产回报率——运营利润与股东权益之比。

## 计算真正的“股东盈余”

一个企业产生现金的能力决定了它的价值。巴菲特寻找那些产生现金多于消耗现金的企业。当确定一个企业的价值时，你要明白并非所有盈利都是平等创造的。那些要求大量固定资产才能产生利润的公司，通常会保留大部分的利润，作为专项拨款，去升级生产设备，以维持其竞争力。因此，会计盈余需要进行调整，以反映企业产生现金的真正能力。

对此，巴菲特提出了一个更为准确的词语——“股东盈余”。确定股东盈余的方法是，在净利润基础上，加上折旧、损耗和摊销，减去资本支出。这些资本支出是为了维持公司竞争优势和产量而发生的。

## 寻找具有高利润率的企业

高利润率不仅反映公司管理层的能力，也反映了其控制成本的顽强精神。巴菲特喜欢那些注重成本控制的经理，憎恨那些放任成本上升的经理。股东们间接地拥有公司利润，每一美元的浪费都会损害公司一美元的利润。多年以来，巴菲特观察到，那些高成本运营的公司总是会有理由保持或增加运营成本，而控制成本良好的企业总能发现方法去削减成本。

## 每一美元的留存利润，至少创造一美元的市值

这是一个快速衡量指标，它能告诉你的，不仅是公司的力量，而且是管理层配置资源的能力。在公司的净利润中，减去分红，余下的作为公司留存利润。现在，将公司过去十年的留存盈余加起来。接下来，算一算，公司目前的总市值与十年前的总市值之差。如果公司没有有效地使用留存盈利，市场最终会给出一个更低的标价。如果公司市值的上升少于公司留存的利润，说明公司倒退了。如果公司能善用留存利润，获得超出平均水平的回报，那么公司市值的上升将会多于留存的利润总额。这样，每一美元的留存就创造出了多于一美元的市值。

## 市场准则

### 什么是企业价值

企业的价值是它预期未来生命存续期内产生的现金流，在一个合理利率上的折现。一个企业的现金流是公司的股东盈余。通过长期的测量，你会明白它们是长期稳定的增长，还是仅仅围绕一个数值上下波动。

如果一个公司的盈利是上下波动的，就用长期利率去贴现这些利润。如果股东盈余显示一个可预期的成长率，就用成长率作为贴现率。如果对于公司长期未来的成长过于乐观，使用保守的估计比过于热情的膨胀估值更有利。巴菲特使用美国政府长期国债的利率作为贴现率，他不会在上面再加上风险溢价，但如果利率下调，他会提高贴现率。

## 相对于公司的价值，能否以折扣价格购买到

一旦你确定了公司的价值，下一步就看看市场价格。巴菲特的标准是，用比价值低得多的价格买到。注意：只有在这最后一步，巴菲特才看股市行情。

## 巴菲特投资方法12准则

### 企业准则

企业是否简单易懂？

企业是否有持续稳定的经营历史？

企业是否有良好的长期前景？

### 管理准则

管理层是否理性？

管理层对股东是否坦诚？

管理层能否抗拒惯性驱使？

### 财务准则

重视净资产回报率，而不是每股盈利。

计算真正的“股东盈余”。

寻找具有高利润率的企业。

每一美元的留存利润，至少创造一美元的市值。

## 市场准则

必须确定企业的市场价值。

相对于企业的市场价值，能否以折扣价格购买到？

计算一个企业的价值在数学上并不复杂。但是，错误地分析公司未来的现金流却会有大麻烦。对此，巴菲特有两个方法应对：首先，他通过选择那些业务简单易懂、特点稳定的企业，以提高他的预测的准确性；其次，他坚持每一个投资的对象，都具有安全边际，就是买价低于其内在价值。这个安全边际创造了一个提供保护的缓冲，以对应公司未来现金流的变数。

现在，你已经是一家企业的主人，而不再是一个炒股者，你已经做好理论上的准备，将组合从一只股票扩张到几只。由于你不再用股价的变化或年度变化来衡量你的成绩，你现在有了挑选最佳企业的自由。没有什么法规，规定你必须挑选每一个行业进入你的组合里，没有谁强制你必须挑选40、50、60或100只股票以达到所谓的“多元化”。

对于“多元化能降低风险”的说法，巴菲特相信，只有那些不了解自己在做什么的人，才需要广泛的多元化。如果他们对于自己的持股一无所知，他们的确应该购买很多不同的股票，且分不同的时间买进。换言之，



这种人应该投资于指数基金，或使用成本均摊法投资。投资指数基金没什么不好意思的，实际上，巴菲特指出，指数基金比绝大多数职业投资人干得更好。他说：“实际上，当‘傻钱’意识到自己的能力圈范围时，它便不再是‘傻钱’。”<sup>[12]</sup>

巴菲特指出：“在另一方面，如果你不是那种一无所知的投资者，那么，研究一些企业，发现五到十个拥有长期竞争力、价格合理的公司足矣，传统的所谓的多元化理论对你而言，毫无意义。”<sup>[13]</sup> 巴菲特令你思考一个问题：如果你当下拥有的最好的企业，具有最低的财务风险、最优的长期前景，为何你还要投资在其他排名其后的公司，而不投资在最佳的选择上呢？

现在，重新回到你理论上的投资组合，现在已经不是一只股票了。你可以计算它们的投资盈余，就像巴菲特一样。将每股利润乘以你所持有的股数，算一下总体的盈利水平。作为企业的主人，巴菲特解释说，其目标是十年或更久之后，让旗下的企业产生最佳的透视盈余。

由于投资盈余的成长成为首要的考虑，而不是股价，很多事情开始变化。首先，你不太可能因为股价上涨的蝇头小利而出售你最好的企业。讽刺的是，公司管理层在他们专注于公司运营时是懂得这个道理的，巴菲特解释：“一个拥有前景超级棒的下属公司的母公司，是不可能卖掉它优秀的全资子公司的，无论什么价格。”<sup>[14]</sup> 一个想提升企业价值的CEO是不会卖掉皇冠上的钻石的，同样他也不会卖掉投资组合中最好的股票，仅仅因为想立刻变现。“在我们看来，处理企业层面合理的方式，在股票上同样合

理。一个投资者即便只持有一家杰出公司的一小部分股票，也应该像拥有全部股份的企业主一样具有坚韧的精神境界。”<sup>[15]</sup>

现在，考虑管理你的组合，不仅是避免卖掉你最好的企业，还要考虑认真挑选更多的新投资。在这个过程中，不要仅仅因为拥有多余的现金，就随便出手。如果预选对象没有通过你的准则测试，不要出手，耐心等待机会的出现。不出手，不代表你停止工作和思考。巴菲特认为，一个人在一生中很难做出数以百计的正确决策，只要做出为数不多的智慧决策就已经足够了。

## 发现你自己的道路

乔治·约翰逊在他的书《心中的火焰》中写道：“在现实和虚幻之间，每个人的内心深处都想发现一种模式，以整合无序的世界。”<sup>[16]</sup>这揭示了所有投资者都面临的两难处境。约翰逊相信：心灵渴望找到模式，模式能帮助我们得到有序，让我们去规划和使用好自己已有的资源。

我们知道巴菲特一直在不断地寻找模式，在分析企业时，他知道这些企业的经营模式能揭示未来股价的模式。股价虽然不会跟随企业的每一次变化而做出及时的反应，但是假以时日，股价的变化模式终将与企业基本面的模式相一致。

太多的投资人在错误的地方寻找模式，他们固执地认为一定有可以预测短期股价涨跌的模式存在，但他们错了，预测股市变化的模式根本不存

在，一模一样的模式不会重复出现。但仍有人乐此不疲。

在没有预测模式的情况下，投资人该如何做呢？答案是在合适的地方寻找合适的层面。尽管整个经济、整个市场太复杂、太大，难以预测，但在公司层面寻找可预测的模式还是有迹可循的。在每一个公司里，都存在着运营模式、管理模式和财务模式。

如果你仔细研究这些模式，在绝大多数情况下，你会对于公司的未来得出合理的预期。巴菲特专注于这些模式，而不关心股市中数以百万计的股民们无法预测的行为模式。他说：“我发现，分析公司的基本面比分析市场的人心要容易得多。”<sup>[17]</sup>

有一点是可以肯定的，知识性的工作能提升投资回报和降低风险。我们发现，知识可以用于区分投资和投机。最终，了解你的公司越多，思想和行为中的纯粹的投机因素就越少。

财经作家罗恩·切尔诺夫说：“金融体系是整个社会价值的反映。”<sup>[18]</sup>我认为这非常正确。长久以来，人们将自己的价值观放错了地方，所以股市屈从于投机的力量。久而久之，人们改变了自己，在财务道路上陷入灾难性的陋习。摆脱这种恶性循环的唯一方法就是教育自己哪些是可行的，哪些是不可行的。

巴菲特在过去有过失误，毫无疑问，在未来依然有可能还会有失误。但是投资成功不意味着没有失误，它来自于正确多于错误。《巴菲特的道路》这本书也不例外，它告诉你如何减少那些困扰了很多人的、错误的行

为，例如预测市场、经济、股价等，它也告诉你如何抓住正确的、应该做的一些简单的事情，例如企业估值。巴菲特投资时，仅考虑两个变量：企业的价格和价值。企业的价格可以在行情中查到，决定价值需要进行一些计算，但这些计算并不复杂，只要愿意，谁都可以做得到。

因为你不再担心股市、经济大势或预测股价，现在你可以花更多时间了解你的企业。花越多时间阅读公司年报和行业的相关报道，你越会变成企业主一样的行业专家。实际上，你自己花在调查研究上的时间越多，对于股评家的依赖就越少，从而减少不理性的行为。

最终，最好的投资来源于你自己的发现。然而，你不用感到恐惧，《巴菲特之道》这本书非常通俗易懂，你无需拥有商学院MBA的学位就能知道如何使用它。如果你仍然不知道如何使用其中提到的一些投资准则，可以咨询你的投资顾问。实际上，当你开始越来越多地了解价格和价值的时候，就会越来越多地理解和受益于《巴菲特之道》这本书。

在巴菲特的职业生涯中，他尝试了不同的投资方法，年轻时，他画过股票K线图；他受教于金融界最伟大的导师——本杰明·格雷厄姆，学会了证券分析；他很早受益于菲利普·费雪的投资策略；他有幸与查理·芒格成为合作伙伴，将其所学付诸实施。在其六十年的职业生涯中，遇到过无数的经济灾难、政治变动、军事变动等挑战，历经了这些纷乱，他发现了自己人生的一方天地，在那里投资策略与人性相一致。他说：“我们的态度就是，让我们的个性与我们希望的生活方式相一致。”<sup>[19]</sup>

在巴菲特的态度中，很容易发现这种和谐，他总是乐观、稳健，每一天都神采奕奕地去上班。他说：“我拥有我想要的生活，我热爱每一天。我的意思是，我每天都跳着舞去上班，与那些我喜欢的人一起工作。”<sup>[20]</sup>他继续说道：“这世界上没有什么比得上我在伯克希尔工作更有乐趣，很幸运我在这里。”<sup>[21]</sup>

[1] Roger Lowenstein, Buffett: The Making of an American Capitalist ( New York: Random House, 1995 ), 20.

[2] John Pratt and Richard Zeckhauser, eds., Principals and Agents: The Structure of Business ( Boston: Harvard Business School Press, 1985 ).

[3] Carol Loomis, Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything, 1966-2012 ( New York: Time Inc., 2012 ), 101.

[4] Conversation with Carol Loomis. February 2012.

[5] Lowenstein, Buffett.

[6] Loomis, Tap Dancing to Work, 134.

[7] Carol Loomis, "Inside Story of Warren Buffett," Fortune April 11, 1988, 34.

[8] Berkshire Hathaway Annual Report, 1996, 16.

[9] Berkshire Hathaway Annual Report, 1993, 15.

[10] William N. Thorndike Jr., The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success ( Boston: Harvard Business Review Press, 2012 ), 194.

[11] Ibid.

[12] Berkshire Hathaway Annual Report, 1993, 16.

[13] Ibid.

[14] Ibid.,14.

[15] Ibid.

[16] George Johnson,Fire in the Mind:Science.,Faith,and the Search for Order ( New York:Vintage Books,1995 ) ,104.

[17] Andrew Kilpatrick,Of Permanent Value:The Story of Warren Buffett ( Birmingham,AL:APKE,1998 ) ,794.

[18] Ron Chernow.The Death of the Banker:The Decline and Fall of the Great FinancialDynasties and the Triumph of Small Investors ( New York:Vintage Books,1997 ) .

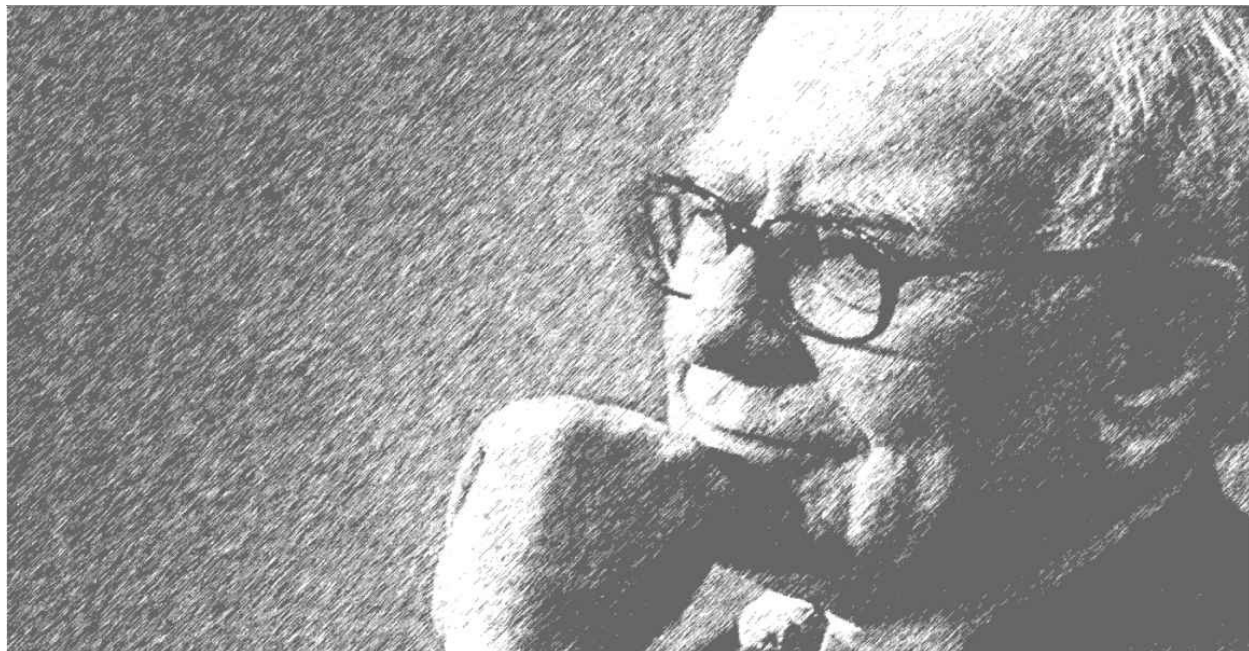
[19] Berkshire Hathaway Annual Report,1987,15.

[20] Robert Lenzner,"Warren Buffett'sIdea of Heaven:'I Don't Have to Work with People I Don't Like.'"Forbes,October 18,1993,40.

[21] Berkshire Hathaway Annual Report,1992,16.



## 附录A



表A-1 伯克希尔-哈撒韦1977年普通股组合 （单位1000美元）



| 股 数       | 公 司        | 成 本            | 市 值            |
|-----------|------------|----------------|----------------|
| 934 300   | 《华盛顿邮报》    | 10 628         | 33 401         |
| 1 969 953 | 盖可保险可转换优先股 | 19 417         | 33 033         |
| 592 650   | 埃培智集团      | 4 531          | 17 187         |
| 220 000   | 大都会        | 10 909         | 13 228         |
| 1 294 308 | 普通股        | 4 116          | 10 516         |
| 324 580   | 凯撒铝业化学公司   | 11 218         | 9 981          |
| 226 900   | 奈特·里德报     | 7 534          | 8 736          |
| 170 800   | 奥美国际       | 2 762          | 6 960          |
| 1 305 800 | 凯撒实业       | <u>778</u>     | <u>6 039</u>   |
|           | 合计         | 71 893         | 139 081        |
|           | 其他普通股      | <u>34 996</u>  | <u>41 992</u>  |
|           | 总计         | <u>106 889</u> | <u>181 073</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1977 Annual Report.

表A-2 伯克希尔-哈撒韦1978年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司        | 成 本            | 市 值            |
|-----------|------------|----------------|----------------|
| 934 000   | 《华盛顿邮报》    | 10 628         | 43 445         |
| 1 986 953 | 盖可保险可转换优先股 | 19 417         | 28 314         |
| 953 750   | SAFECO 公司  | 23 867         | 26 467         |
| 592 650   | 埃培智集团      | 4 531          | 19 039         |
| 1 066 934 | 凯撒铝业化学公司   | 18 085         | 18 671         |
| 453 800   | 奈特·里德报     | 7 534          | 10 267         |
| 1 294 308 | 盖可保险普通股    | 4 116          | 9 060          |
| 246 450   | 美国广播公司     | <u>6 082</u>   | <u>8 626</u>   |
|           | 合计         | 94 260         | 163 889        |
|           | 其他普通股      | <u>39 506</u>  | <u>57 040</u>  |
|           | 总计         | <u>133 766</u> | <u>220 929</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1978 Annual Report.

表A-3 伯克希尔-哈撒韦1979年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司       | 成 本            | 市 值            |
|-----------|-----------|----------------|----------------|
| 5 730 114 | 盖可保险普通股   | 28 288         | 68 045         |
| 1 868 000 | 《华盛顿邮报》   | 10 628         | 39 241         |
| 1 007 500 | 哈迪哈曼公司    | 21 825         | 38 537         |
| 953 750   | SAFECO 公司 | 23 867         | 35 527         |
| 711 180   | 埃培智集团     | 4 531          | 23 736         |
| 1 211 834 | 凯撒铝业化学公司  | 20 629         | 23 328         |
| 771 900   | FW 伍尔沃斯公司 | 15 515         | 19 394         |
| 328 700   | 通用食品      | 11 437         | 11 053         |
| 246 450   | 美国广播公司    | 6 082          | 9 673          |
| 289 700   | 联合出版      | 2 821          | 8 800          |
| 391 400   | 奥美国际      | 3 709          | 7 828          |
| 282 500   | 通用媒体      | 4 545          | 7 345          |
| 112 545   | 阿美拉达赫斯    | <u>2 861</u>   | <u>5 487</u>   |
|           | 合计        | 156 738        | 297 994        |
|           | 其他普通股     | <u>28 675</u>  | <u>36 686</u>  |
|           | 总计        | <u>185 413</u> | <u>334 680</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1979 Annual Report.

表A-4 伯克希尔-哈撒韦1980年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司             | 成 本    | 市 值     |
|-----------|-----------------|--------|---------|
| 7 200 000 | 盖可保险            | 47 138 | 105 300 |
| 1 983 812 | 通用食品            | 62 507 | 59 889  |
| 2 015 000 | 哈迪哈曼公司          | 21 825 | 58 435  |
| 1 250 525 | SAFECO 公司       | 32 063 | 45 177  |
| 1 868 600 | 《华盛顿邮报》         | 10 628 | 42 277  |
| 464 317   | 美国铝业            | 25 577 | 27 685  |
| 1 211 834 | 凯撒铝业化学公司        | 20 629 | 27 569  |
| 711 180   | 埃培智集团           | 4 531  | 22 135  |
| 667 124   | FW 伍尔沃斯公司       | 13 583 | 16 511  |
| 370 088   | 平克顿公司           | 12 144 | 16 489  |
| 475 217   | 克利夫兰 - 克利夫斯钢铁公司 | 12 942 | 15 894  |
| 434 550   | 联合出版            | 2 821  | 12 222  |
| 245 700   | R. J. 雷诺实业      | 8 702  | 11 228  |

(续)

| 股 数     | 公 司      | 成 本            | 市 值            |
|---------|----------|----------------|----------------|
| 391 400 | 奥美国际     | 3 709          | 9 981          |
| 282 500 | 通用媒体     | 4 545          | 8 334          |
| 247 039 | 国民底特律公司  | 5 930          | 6 299          |
| 151 104 | 时代镜报公司   | 4 447          | 6 271          |
| 881 500 | 国民学生市场公司 | <u>5 128</u>   | <u>5 895</u>   |
|         | 合计       | 298 848        | 497 591        |
|         | 其他普通股    | <u>26 313</u>  | <u>32 096</u>  |
|         | 总计       | <u>325 161</u> | <u>529 687</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1980 Annual Report.

表A-5 伯克希尔-哈撒韦1981年普通股组合 (单位1000美元)

| 股 数       | 公 司           | 成 本            | 市 值            |
|-----------|---------------|----------------|----------------|
| 7 200 000 | 盖可保险          | 47 138         | 199 800        |
| 1 764 824 | R. J. 雷诺实业    | 76 668         | 83 127         |
| 2 101 244 | 通用食品          | 66 277         | 66 714         |
| 1 868 600 | 《华盛顿邮报》       | 10 628         | 58 160         |
| 2 015 000 | 哈迪哈曼公司        | 21 825         | 36 270         |
| 785 225   | SAFECO 公司     | 21 329         | 31 016         |
| 711 180   | 埃培智集团         | 4 531          | 23 202         |
| 370 088   | 平克顿公司         | 12 144         | 19 675         |
| 703 634   | 美国铝业          | 19 359         | 18 031         |
| 420 441   | 阿克塔公司         | 14 076         | 15 136         |
| 475 217   | 克利夫兰·克利夫斯钢铁公司 | 12 942         | 14 362         |
| 451 650   | 联合出版          | 3 297          | 14 362         |
| 441 522   | GATX 公司       | 17 147         | 13 466         |
| 391 400   | 奥美国际          | 3 709          | 12 329         |
| 282 500   | 通用媒体          | <u>4 545</u>   | <u>11 088</u>  |
|           | 合计            | 335 615        | 616 490        |
|           | 其他普通股         | <u>16 131</u>  | <u>22 739</u>  |
|           | 总计            | <u>351 746</u> | <u>639 229</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1981 Annual Report.

表A-6 伯克希尔-哈撒韦1982年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司        | 成 本            | 市 值            |
|-----------|------------|----------------|----------------|
| 7 200 000 | 盖可保险       | 47 138         | 309 600        |
| 3 107 675 | R. J. 雷诺实业 | 142 343        | 158 715        |
| 1 868 600 | 《华盛顿邮报》    | 10 628         | 103 240        |
| 2 101 244 | 通用食品       | 66 277         | 83 680         |
| 1 531 391 | 时代公司       | 45 273         | 79 824         |
| 908 800   | 克拉姆·福斯特公司  | 47 144         | 48 962         |
| 2 379 200 | 哈迪哈曼公司     | 27 318         | 46 692         |
| 711 180   | 埃培智集团      | 4 531          | 34 314         |
| 460 650   | 联合出版       | 3 516          | 16 929         |
| 391 400   | 奥美国际       | 3 709          | 17 319         |
| 282 500   | 通用媒体       | <u>4 545</u>   | <u>12 289</u>  |
|           | 合计         | 402 422        | 911 564        |
|           | 其他普通股      | <u>21 611</u>  | <u>34 058</u>  |
|           | 总计         | <u>424 033</u> | <u>945 622</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1982 Annual Report.

表A-7 伯克希尔-哈撒韦1983年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司        | 成 本            | 市 值              |
|-----------|------------|----------------|------------------|
| 6 850 000 | 盖可保险       | 47 138         | 398 156          |
| 5 618 661 | R. J. 雷诺实业 | 268 918        | 314 334          |
| 4 451 544 | 通用食品       | 163 786        | 228 698          |
| 1 868 600 | 《华盛顿邮报》    | 10 628         | 136 875          |
| 901 788   | 时代公司       | 27 732         | 56 860           |
| 2 379 200 | 哈迪哈曼公司     | 27 318         | 42 231           |
| 636 310   | 埃培智集团      | 4 056          | 33 088           |
| 690 975   | 联合出版       | 3 516          | 26 603           |
| 250 400   | 奥美国际       | 2 580          | 12 833           |
| 197 200   | 通用媒体       | <u>3 191</u>   | <u>11 191</u>    |
|           | 合计         | 558 863        | 1 260 869        |
|           | 其他普通股      | <u>7 485</u>   | <u>18 044</u>    |
|           | 总计         | <u>566 348</u> | <u>1 278 913</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1983 Annual Report.

表A-8 伯克希尔-哈撒韦1984年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司     | 成 本            | 市 值              |
|-----------|---------|----------------|------------------|
| 6 850 000 | 盖可保险    | 47 138         | 397 300          |
| 4 047 191 | 通用食品    | 149 870        | 226 137          |
| 3 895 710 | 埃克森公司   | 173 401        | 175 307          |
| 1 868 600 | 《华盛顿邮报》 | 10 628         | 149 955          |
| 2 553 488 | 时代公司    | 89 237         | 109 162          |
| 740 400   | 美国广播公司  | 44 416         | 46 738           |
| 2 379 200 | 哈迪哈曼公司  | 27 318         | 38 662           |
| 690 975   | 联合出版    | 3 516          | 32 908           |
| 818 872   | 埃培智集团   | 2 570          | 28 149           |
| 555 949   | 西北实业    | <u>26 581</u>  | <u>27 242</u>    |
|           | 合计      | 573 340        | 1 231 560        |
|           | 其他普通股   | <u>11 634</u>  | <u>37 326</u>    |
|           | 总计      | <u>584 974</u> | <u>1 268 886</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1984 Annual Report.

表A-9 伯克希尔-哈撒韦1985年普通股组合 （单位1000美元）



| 股 数       | 公 司     | 成 本            | 市 值              |
|-----------|---------|----------------|------------------|
| 6 850 000 | 盖可保险    | 45 713         | 595 950          |
| 1 727 765 | 《华盛顿邮报》 | 9 731          | 205 172          |
| 900 800   | 美国广播公司  | 54 435         | 108 997          |
| 2 350 922 | 比阿特丽斯公司 | 106 811        | 108 142          |
| 1 036 461 | 联合出版    | 3 516          | 55 710           |
| 2 553 488 | 时代公司    | 20 385         | 52 669           |
| 2 379 200 | 哈迪哈曼公司  | <u>27 318</u>  | <u>43 718</u>    |
|           | 合计      | 267 909        | 1 170 358        |
|           | 其他普通股   | <u>7 201</u>   | <u>27 963</u>    |
|           | 总计      | <u>275 110</u> | <u>1 198 321</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1985 Annual Report.

表A-10 伯克希尔-哈撒韦1986年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数       | 公 司          | 成 本            | 市 值              |
|-----------|--------------|----------------|------------------|
| 2 990 000 | 大都会 / 美国广播公司 | 515 775        | 801 694          |
| 6 850 000 | 盖可保险         | 45 713         | 674 725          |
| 1 727 765 | 《华盛顿邮报》      | 9 731          | 269 531          |
| 2 379 200 | 哈迪哈曼公司       | 27 318         | 46 989           |
| 489 300   | 利尔·西格勒公司     | <u>44 064</u>  | <u>44 587</u>    |
|           | 合计           | 642 601        | 1 837 526        |
|           | 其他普通股        | <u>12 763</u>  | <u>36 507</u>    |
|           | 总计           | <u>655 364</u> | <u>1 874 033</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1986 Annual Report.

表A-11 伯克希尔-哈撒韦1987年普通股组合 （单位1000美元）



| 股 数       | 公 司          | 成 本            | 市 值              |
|-----------|--------------|----------------|------------------|
| 3 000 000 | 大都会 / 美国广播公司 | 517 500        | 1 035 000        |
| 6 850 000 | 盖可保险         | 45 713         | 756 925          |
| 1 727 765 | 《华盛顿邮报》      | <u>9 731</u>   | <u>323 092</u>   |
|           | 总计           | <u>572 944</u> | <u>2 115 017</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1987 Annual Report.

表A-12 伯克希尔-哈撒韦1988年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值              |
|------------|--------------|------------------|------------------|
| 3 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 517 500          | 1 086 750        |
| 6 850 000  | 盖可保险         | 45 713           | 849 400          |
| 14 172 500 | 可口可乐         | 592 540          | 632 448          |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 364 126          |
| 2 400 000  | 联邦住房贷款抵押公司   | <u>71 729</u>    | <u>121 200</u>   |
|            | 总计           | <u>1 237 213</u> | <u>3 053 924</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1988 Annual Report.

表A-13 伯克希尔-哈撒韦1989年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值              |
|------------|--------------|------------------|------------------|
| 23 350 000 | 可口可乐         | 1 023 920        | 1 803 787        |
| 3 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 517 500          | 1 692 375        |
| 6 850 000  | 盖可保险         | 45 713           | 1 044 625        |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 486 366          |
| 2 400 000  | 联邦住房贷款抵押公司   | <u>71 729</u>    | <u>161 100</u>   |
|            | 总计           | <u>1 668 593</u> | <u>5 188 253</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1989 Annual Report.

表A-14 伯克希尔-哈撒韦1990年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值              |
|------------|--------------|------------------|------------------|
| 46 700 000 | 可口可乐         | 1 023 920        | 2 171 550        |
| 3 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 517 500          | 1 377 375        |
| 6 850 000  | 盖可保险         | 45 713           | 1 110 556        |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 342 097          |
| 2 400 000  | 联邦住房贷款抵押公司   | <u>71 729</u>    | <u>117 000</u>   |
|            | 总计           | <u>1 958 024</u> | <u>5 407 953</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1990 Annual Report.

表A-15 伯克希尔-哈撒韦1991年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值              |
|------------|--------------|------------------|------------------|
| 46 700 000 | 可口可乐         | 1 023 920        | 3 747 675        |
| 6 850 000  | 盖可保险         | 45 713           | 1 363 150        |
| 24 000 000 | 吉列公司         | 600 000          | 1 347 000        |
| 3 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 517 500          | 1 300 500        |
| 2 495 200  | 联邦住房贷款抵押公司   | 77 245           | 343 090          |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 336 050          |
| 31 247 000 | 吉尼斯          | 264 782          | 296 755          |
| 5 000 000  | 富国银行         | <u>289 431</u>   | <u>290 000</u>   |
|            | 总计           | <u>2 828 322</u> | <u>9 024 220</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1991 Annual Report.

表A-16 伯克希尔-哈撒韦1992年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值               |
|------------|--------------|------------------|-------------------|
| 93 400 000 | 可口可乐         | 1 023 920        | 3 911 125         |
| 34 250 000 | 盖可保险         | 45 713           | 2 226 250         |
| 3 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 517 500          | 1 523 500         |
| 24 000 000 | 吉列公司         | 600 000          | 1 365 000         |
| 16 196 700 | 联邦住房贷款抵押公司   | 414 527          | 783 515           |
| 6 358 418  | 富国银行         | 380 983          | 485 624           |
| 4 350 000  | 通用动力         | 312 438          | 450 769           |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 396 954           |
| 38 335 000 | 吉尼斯          | <u>333 019</u>   | <u>299 581</u>    |
|            | 总计           | <u>3 637 831</u> | <u>11 442 318</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1992 Annual Report.

表A-17 伯克希尔-哈撒韦1993年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值               |
|------------|--------------|------------------|-------------------|
| 93 400 000 | 可口可乐         | 1 023 920        | 4 167 975         |
| 34 250 000 | 盖可保险         | 45 713           | 1 759 594         |
| 24 000 000 | 吉列公司         | 600 000          | 1 431 000         |
| 2 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 345 000          | 1 239 000         |
| 6 791 218  | 富国银行         | 423 680          | 878 614           |
| 13 654 600 | 联邦住房贷款抵押公司   | 307 505          | 681 023           |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 440 148           |
| 4 350 000  | 通用动力         | 94 938           | 401 287           |
| 38 335 000 | 吉尼斯          | <u>333 019</u>   | <u>270 822</u>    |
|            | 总计           | <u>3 183 506</u> | <u>11 269 463</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1993 Annual Report.

表A-18 伯克希尔-哈撒韦1994年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值               |
|------------|--------------|------------------|-------------------|
| 93 400 000 | 可口可乐         | 1 023 920        | 5 150 000         |
| 24 000 000 | 吉列公司         | 600 000          | 1 797 000         |
| 20 000 000 | 大都会 / 美国广播公司 | 345 000          | 1 705 000         |
| ( 续 )      |              |                  |                   |
| 股 数        | 公 司          | 成 本              | 市 值               |
| 34 250 000 | 盖可保险         | 45 713           | 1 678 250         |
| 6 791 218  | 富国银行         | 423 680          | 984 272           |
| 27 759 941 | 美国运通         | 723 919          | 818 918           |
| 13 654 600 | 联邦住房贷款抵押公司   | 270 468          | 644 441           |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》      | 9 731            | 418 983           |
| 19 453 300 | PNC 银行       | 503 046          | 410 951           |
| 6 854 500  | 甘尼特公司        | <u>335 216</u>   | <u>365 002</u>    |
|            | 总计           | <u>4 280 693</u> | <u>13 972 817</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1994 Annual Report.

表A-19 伯克希尔-哈撒韦1995年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司          | 成 本             | 市 值              |
|-------------|--------------|-----------------|------------------|
| 49 456 900  | 美国运通         | 1 392.70        | 2 046.30         |
| 20 000 000  | 大都会 / 美国广播公司 | 345.00          | 2 467.50         |
| 100 000 000 | 可口可乐         | 1 298.90        | 7 425.00         |
| 12 502 500  | 联邦住房贷款抵押公司   | 260.10          | 1 044.00         |
| 34 250 000  | 盖可保险         | 45.70           | 2 393.20         |
| 48 000 000  | 吉列公司         | 600.00          | 2 502.00         |
| 6 791 218   | 富国银行         | <u>423.70</u>   | <u>1 466.90</u>  |
|             | 总计           | <u>4 366.10</u> | <u>19 344.90</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1995 Annual Report.

表A-20 伯克希尔-哈撒韦1996年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司        | 成 本             | 市 值              |
|-------------|------------|-----------------|------------------|
| 49 456 900  | 美国运通       | 1 392.70        | 2 794.30         |
| 200 000 000 | 可口可乐       | 1 298.90        | 10 525.00        |
| 24 614 214  | 迪斯尼公司      | 577.00          | 1 716.80         |
| 64 246 000  | 联邦住房贷款抵押公司 | 333.40          | 1 772.80         |
| 48 000 000  | 吉列公司       | 600.00          | 3 732.00         |
| 30 156 600  | 麦当劳        | 1 265.30        | 1 368.40         |
| (续)         |            |                 |                  |
| 股 数         | 公 司        | 成 本             | 市 值              |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》    | 10.60           | 579.00           |
| 7 291 418   | 富国银行       | <u>497.80</u>   | <u>1 966.90</u>  |
|             | 总计         | <u>5 975.70</u> | <u>24 455.20</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1996 Annual Report.

表A-21 伯克希尔-哈撒韦1997年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司     | 成 本             | 市 值              |
|-------------|---------|-----------------|------------------|
| 49 456 900  | 美国运通    | 1 392.70        | 4 414.00         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 298.90        | 13 337.50        |
| 21 563 414  | 迪斯尼公司   | 381.20          | 2 134.80         |
| 63 977 600  | 房地美     | 329.40          | 2 683.10         |
| 48 000 000  | 吉列公司    | 600.00          | 4 821.00         |
| 23 733 198  | 旅行家集团   | 604.40          | 1 278.60         |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》 | 10.60           | 840.60           |
| 6 690 218   | 富国银行    | <u>412.60</u>   | <u>2 270.90</u>  |
|             | 总计      | <u>5 029.80</u> | <u>31 780.50</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway 1997 Annual Report.

表A-22 伯克希尔-哈撒韦1998年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司     | 成 本 <sup>①</sup> | 市 值           |
|-------------|---------|------------------|---------------|
| 50 536 900  | 美国运通    | 1 470            | 5 180         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 299            | 13 400        |
| 51 202 242  | 迪斯尼公司   | 281              | 1 536         |
| 60 298 000  | 房地美     | 308              | 3 885         |
| 96 000 000  | 吉列公司    | 600              | 4 590         |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》 | 11               | 999           |
| 63 595 180  | 富国银行    | 392              | 2 540         |
|             | 其他普通股   | <u>2 683</u>     | <u>5 135</u>  |
|             | 总计      | <u>7 044</u>     | <u>37 265</u> |

①此为课税基础成本，总计比公认会计准则少15亿美元。

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，1998.

表A-23 伯克希尔-哈撒韦1999年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司     | 成 本 <sup>①</sup> | 市 值           |
|-------------|---------|------------------|---------------|
| 50 536 900  | 美国运通    | 1 470            | 8 402         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 299            | 11 650        |
| 59 559 300  | 迪士尼公司   | 281              | 1 536         |
| 60 298 000  | 房地美     | 294              | 2 803         |
| 96 000 000  | 吉列公司    | 600              | 3 954         |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》 | 11               | 960           |
| 59 136 680  | 富国银行    | 349              | 2 391         |
|             | 其他普通股   | <u>4 180</u>     | <u>6 848</u>  |
|             | 总计      | <u>8 203</u>     | <u>37 008</u> |

①此为课税基础成本，总计比公认会计准则少6.91亿美元。



资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，1999.

表A-24 伯克希尔-哈撒韦2000年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司     | 成 本           | 市 值           |
|-------------|---------|---------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通    | 1 470         | 8 329         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 299         | 12 188        |
| 96 000 000  | 吉列公司    | 600           | 3 468         |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》 | 11            | 1 066         |
| 55 071 380  | 富国银行    | 319           | 3 067         |
|             | 其他普通股   | <u>6 703</u>  | <u>9 501</u>  |
|             | 总计      | <u>10 402</u> | <u>37 619</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2000.

表A-25 伯克希尔-哈撒韦2001年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司       | 成 本   | 市 值   |
|-------------|-----------|-------|-------|
| 151 610 700 | 美国运通      | 1 470 | 5 410 |
| 200 000 000 | 可口可乐      | 1 299 | 9 430 |
| 96 000 000  | 吉列公司      | 600   | 3 206 |
| 15 999 200  | H&R 布洛克公司 | 255   | 715   |

（续）

| 股 数        | 公 司     | 成 本          | 市 值           |
|------------|---------|--------------|---------------|
| 24 000 000 | 穆迪公司    | 499          | 957           |
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》 | 11           | 916           |
| 53 265 080 | 富国银行    | 306          | 2 315         |
|            | 其他普通股   | <u>4 103</u> | <u>5 726</u>  |
|            | 总计      | <u>8 543</u> | <u>28 675</u> |



资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2001.

表A-26 伯克希尔-哈撒韦2002年普通股组合（单位1000美元）

| 股 数         | 公 司       | 成 本          | 市 值           |
|-------------|-----------|--------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通      | 1 470        | 5 359         |
| 200 000 000 | 可口可乐      | 1 299        | 8 768         |
| 15 999 200  | H&R 布洛克公司 | 255          | 643           |
| 24 000 000  | 穆迪公司      | 499          | 991           |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》   | 11           | 1 275         |
| 53 265 080  | 富国银行      | 306          | 2 497         |
|             | 其他普通股     | <u>4 621</u> | <u>5 383</u>  |
|             | 总计        | <u>9 146</u> | <u>28 363</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2002.

表A-27 伯克希尔-哈撒韦2003年普通股组合（单位1000美元）

| 股 数           | 公 司       | 成 本   | 市 值    |
|---------------|-----------|-------|--------|
| 151 610 700   | 美国运通      | 1 470 | 7 312  |
| 200 000 000   | 可口可乐      | 1 299 | 10 150 |
| 96 000 000    | 吉列公司      | 600   | 3 526  |
| 14 610 900    | H&R 布洛克公司 | 227   | 809    |
| 15 476 500    | HCA 公司    | 492   | 665    |
| 6 708 760     | M&T 银行    | 103   | 659    |
| 24 000 000    | 穆迪公司      | 499   | 1 453  |
| 2 338 961 000 | 中石油       | 488   | 1 340  |

(续)

| 股 数        | 公 司     | 成 本          | 市 值           |
|------------|---------|--------------|---------------|
| 1 727 765  | 《华盛顿邮报》 | 11           | 1 367         |
| 56 448 380 | 富国银行    | 463          | 3 324         |
|            | 其他普通股   | <u>2 863</u> | <u>4 682</u>  |
|            | 总计      | <u>8 515</u> | <u>35 287</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report , 2003.

表A-28 伯克希尔-哈撒韦2004年普通股组合 (单位1000美元)

| 股 数           | 公 司       | 成 本          | 市 值           |
|---------------|-----------|--------------|---------------|
| 151 610 700   | 美国运通      | 1 470        | 8 546         |
| 200 000 000   | 可口可乐      | 1 299        | 8 328         |
| 96 000 000    | 吉列公司      | 600          | 4 299         |
| 14 350 600    | H&R 布洛克公司 | 233          | 703           |
| 6 708 760     | M&T 银行    | 103          | 723           |
| 24 000 000    | 穆迪公司      | 499          | 2 084         |
| 2 338 961 000 | 中石油       | 488          | 1 249         |
| 1 727 765     | 《华盛顿邮报》   | 11           | 1 698         |
| 56 448 380    | 富国银行      | 463          | 3 508         |
| 1 724 200     | 白山保险      | 369          | 1 114         |
|               | 其他普通股     | <u>3 351</u> | <u>5 465</u>  |
|               | 总计        | <u>9 056</u> | <u>37 717</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report , 2004.

表A-29 伯克希尔-哈撒韦2005年普通股组合 (单位1000美元)

| 股 数           | 公 司             | 成 本           | 市 值           |
|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| 151 610 700   | 美国运通            | 1 287         | 7 802         |
| 30 322 137    | Ameriprise 金融公司 | 183           | 1 243         |
| 43 854 200    | 安海斯·布希公司        | 2 133         | 1 844         |
| 200 000 000   | 可口可乐            | 1 299         | 8 062         |
| 6 708 760     | M&T 银行          | 103           | 732           |
| (续)           |                 |               |               |
| 股 数           | 公 司             | 成 本           | 市 值           |
| 48 000 000    | 穆迪公司            | 499           | 2 084         |
| 2 338 961 000 | 中石油             | 488           | 1 915         |
| 100 000 000   | 宝洁公司            | 940           | 5 788         |
| 19 944 300    | 沃尔玛             | 944           | 933           |
| 1 727 765     | 《华盛顿邮报》         | 11            | 1 322         |
| 95 092 200    | 富国银行            | 2 754         | 5 975         |
| 1 724 200     | 白山保险            | 369           | 963           |
|               | 其他普通股           | <u>4 937</u>  | <u>7 154</u>  |
|               | 总计              | <u>15 947</u> | <u>46 721</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2005.

表A-30 伯克希尔-哈撒韦2006年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数           | 公 司      | 成 本           | 市 值           |
|---------------|----------|---------------|---------------|
| 151 610 700   | 美国运通     | 1 287         | 9 198         |
| 36 417 400    | 安海斯·布希公司 | 1 761         | 1 792         |
| 200 000 000   | 可口可乐     | 1 299         | 9 650         |
| 17 938 100    | 康菲石油     | 1 066         | 1 291         |
| 21 334 900    | 强生       | 1 250         | 1 409         |
| 6 708 760     | M&T 银行   | 103           | 820           |
| 48 000 000    | 穆迪公司     | 499           | 3 315         |
| 2 338 961 000 | 中石油      | 488           | 3 313         |
| 3 486 006     | 浦项制铁     | 572           | 1 158         |
| 100 000 000   | 宝洁公司     | 940           | 6 427         |
| 299 707 000   | 特易购      | 1 340         | 1 820         |
| 31 033 800    | 美国合众银行   | 969           | 1 123         |
| 17 072 192    | USG 公司   | 536           | 936           |
| 19 944 300    | 沃尔玛      | 942           | 921           |
| 1 727 765     | 《华盛顿邮报》  | 11            | 1 288         |
| 218 169 300   | 富国银行     | 3 697         | 7 758         |
| 1 724 200     | 白山保险     | 369           | 999           |
|               | 其他普通股    | <u>5 866</u>  | <u>8 315</u>  |
|               | 总计       | <u>22 995</u> | <u>61 533</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2006.

表A-31 伯克希尔-哈撒韦2007年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司      | 成 本           | 市 值           |
|-------------|----------|---------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通     | 1 287         | 7 887         |
| 35 563 200  | 安海斯·布希公司 | 1 718         | 1 861         |
| 60 828 818  | 伯灵顿北方圣达菲 | 4 731         | 5 063         |
| 200 000 000 | 可口可乐     | 1 299         | 12 274        |
| 17 508 700  | 康菲石油     | 1 039         | 1 546         |
| 64 271 948  | 强生       | 3 943         | 4 287         |
| 124 393 800 | 卡夫食品     | 4 152         | 4 059         |
| 48 000 000  | 穆迪公司     | 499           | 1 714         |
| 3 486 006   | 浦项制铁     | 572           | 2 136         |
| 101 472 000 | 宝洁公司     | 1 030         | 7 450         |
| 17 170 953  | 赛诺菲·安万特  | 1 466         | 1 575         |
| 227 307 000 | 特易购      | 1 326         | 2 156         |
| 75 176 026  | 美国合众银行   | 2 417         | 2 386         |
| 17 072 192  | USG 公司   | 536           | 611           |
| 19 944 300  | 沃尔玛      | 942           | 948           |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》  | 11            | 1 367         |
| 303 407 068 | 富国银行     | 6 677         | 9 160         |
| 1 724 200   | 白山保险     | 369           | 886           |
|             | 其他普通股    | <u>5 238</u>  | <u>7 633</u>  |
|             | 总计       | <u>39 252</u> | <u>74 999</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2007.

表A-32 伯克希尔-哈撒韦2008年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司     | 成 本           | 市 值           |
|-------------|---------|---------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通    | 1 287         | 2 812         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 299         | 9 054         |
| 84 896 273  | 康菲石油    | 7 008         | 4 398         |
| 30 009 591  | 强生      | 1 847         | 1 795         |
| 130 272 500 | 卡夫食品    | 4 330         | 3 498         |
| ( 续 )       |         |               |               |
| 股 数         | 公 司     | 成 本           | 市 值           |
| 3 947 554   | 浦项制铁    | 768           | 1 191         |
| 91 941 010  | 宝洁公司    | 643           | 5 684         |
| 22 111 966  | 赛诺菲·安万特 | 1 827         | 1 404         |
| 11 262 000  | 瑞士再保险   | 733           | 530           |
| 227 307 000 | 特易购     | 1 326         | 1 193         |
| 75 145 426  | 美国合众银行  | 2 337         | 1 879         |
| 19 944 300  | 沃尔玛     | 942           | 1 118         |
| 1 727 765   | 《华盛顿邮报》 | 11            | 674           |
| 304 392 068 | 富国银行    | 6 702         | 8 973         |
|             | 其他普通股   | <u>6 035</u>  | <u>4 870</u>  |
|             | 总计      | <u>37 135</u> | <u>49 073</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2008.

表A-33 伯克希尔-哈撒韦2009年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司     | 成 本           | 市 值           |
|-------------|---------|---------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通    | 1 287         | 6 143         |
| 225 000 000 | 比亚迪     | 232           | 1 986         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 299         | 11 400        |
| 37 711 330  | 康菲石油    | 2 741         | 1 926         |
| 28 530 467  | 强生      | 1 724         | 1 838         |
| 130 272 500 | 卡夫食品    | 4 330         | 3 541         |
| 3 947 554   | 浦项制铁    | 768           | 2 092         |
| 83 128 411  | 宝洁公司    | 533           | 5 040         |
| 25 108 967  | 赛诺菲·安万特 | 2 027         | 1 979         |
| 234 247 373 | 特易购     | 1 367         | 1 620         |
| 76 633 426  | 美国合众银行  | 2 371         | 1 725         |
| 39 037 142  | 沃尔玛     | 1 893         | 2 087         |
| 334 235 585 | 富国银行    | 7 394         | 9 021         |
|             | 其他普通股   | <u>6 680</u>  | <u>8 636</u>  |
|             | 总计      | <u>34 646</u> | <u>59 034</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2009.

表A-34 伯克希尔-哈撒韦2010年普通股组合 （单位1000美元）



| 股 数         | 公 司     | 成 本           | 市 值           |
|-------------|---------|---------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通    | 1 287         | 6 507         |
| 225 000 000 | 比亚迪     | 232           | 1 182         |
| 200 000 000 | 可口可乐    | 1 299         | 13 154        |
| 29 109 637  | 康菲石油    | 2 028         | 1 982         |
| 45 022 563  | 强生      | 2 749         | 2 785         |
| 97 214 684  | 卡夫食品    | 3 207         | 3 063         |
| 19 259 600  | 慕尼黑再保险  | 2 896         | 2 924         |
| 3 947 554   | 浦项制铁    | 768           | 1 706         |
| 72 391 036  | 宝洁公司    | 464           | 4 657         |
| 25 848 838  | 赛诺菲·安万特 | 2 060         | 1 656         |
| 242 163 773 | 特易购     | 1 414         | 1 608         |
| 78 060 769  | 美国合众银行  | 2 401         | 2 105         |
| 39 037 142  | 沃尔玛     | 1 893         | 2 105         |
| 358 936 125 | 富国银行    | 8 015         | 11 123        |
|             | 其他普通股   | <u>3 020</u>  | <u>4 956</u>  |
|             | 总计      | <u>33 733</u> | <u>61 513</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2010.

表A-35 伯克希尔-哈撒韦2011年普通股组合 （单位1000美元）

| 股 数         | 公 司    | 成 本    | 市 值    |
|-------------|--------|--------|--------|
| 151 610 700 | 美国运通   | 1 287  | 7 151  |
| 200 000 000 | 可口可乐   | 1 299  | 13 994 |
| 29 100 937  | 康菲石油   | 2 027  | 2 121  |
| 63 905 931  | IBM    | 10 856 | 11 751 |
| 31 416 127  | 强生     | 1 880  | 2 060  |
| 79 034 713  | 卡夫食品   | 2 589  | 2 953  |
| 20 060 390  | 慕尼黑再保险 | 2 990  | 2 464  |
| 3 947 555   | 浦项制铁   | 768    | 1 301  |
| 72 391 036  | 宝洁公司   | 464    | 4 829  |
| 25 848 838  | 赛诺菲    | 2 055  | 1 900  |
| 291 577 428 | 特易购    | 1 719  | 1 827  |

(续)

| 股 数         | 公 司    | 成 本           | 市 值           |
|-------------|--------|---------------|---------------|
| 78 060 769  | 美国合众银行 | 2 401         | 2 112         |
| 39 037 142  | 沃尔玛    | 1 893         | 2 333         |
| 400 015 828 | 富国银行   | 9 086         | 11 024        |
|             | 其他普通股  | <u>6 895</u>  | <u>9 171</u>  |
|             | 总计     | <u>48 209</u> | <u>76 991</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report，2011.

表A-36 伯克希尔-哈撒韦2012年普通股组合 (单位1000美元)

| 股 数         | 公 司     | 成 本           | 市 值           |
|-------------|---------|---------------|---------------|
| 151 610 700 | 美国运通    | 1 287         | 8 715         |
| 400 000 000 | 可口可乐    | 1 299         | 14 500        |
| 24 123 911  | 康菲石油    | 1 219         | 1 399         |
| 22 999 600  | 电视直销    | 1 057         | 1 154         |
| 68 115 484  | IBM     | 11 680        | 13 048        |
| 28 415 250  | 穆迪公司    | 287           | 1 430         |
| 20 060 390  | 慕尼黑再保险  | 2 990         | 3 599         |
| 20 668 118  | 菲利普斯 66 | 660           | 1 097         |
| 3 947 555   | 浦项制铁    | 768           | 1 295         |
| 52 477 678  | 宝洁公司    | 336           | 3 563         |
| 25 848 838  | 赛诺菲     | 2 073         | 2 438         |
| 415 510 889 | 特易购     | 2 350         | 2 268         |
| 78 060 769  | 美国合众银行  | 2 401         | 2 493         |
| 54 823 433  | 沃尔玛     | 2 837         | 3 741         |
| 456 170 061 | 富国银行    | 10 906        | 15 592        |
|             | 其他普通股   | <u>7 646</u>  | <u>11 330</u> |
|             | 总计      | <u>49 796</u> | <u>87 662</u> |

资料来源：Berkshire Hathaway Annual Report , 2012.

## 关于网站

有关更多如何在今天的市场上运用巴菲特投资方式的信息，欢迎访问网站[www.thewarrenbuffettway.com](http://www.thewarrenbuffettway.com)。

该网站内容包括：

- 能对于个股进行估值的互动工具；
- 更新伯克希尔公司的持股名单；
- 巴菲特的新闻与讨论；
- 巴菲特的传记、投资过程总结及其名言；
- 其他有关巴菲特的产品，包括影音和书籍。

网站提供工具、信息、评论等所需要的巴菲特方式的内容，作为本书有价值的深层了解。

## 致谢

正如我在很多场合说过的那样，《巴菲特之道》一书的成功首先是沃伦·巴菲特的成功，他的机敏、正直和智慧精神点燃了全球数以百万计投资者心中的火焰。巴菲特是有史以来最伟大的投资家，也是今天投资界最广受欢迎的榜样。

首先，我要感谢巴菲特的教导，并感谢他允许我使用其版权。这使得本书的读者将非常幸运地直接读到他的话语，而不是转述。我还要感谢黛比·波萨纳科，在百忙之中依然以热忱的态度保持与我良好的沟通。

我也要感谢查理·芒格，感谢他在投资研究方面的智慧贡献。他的关于误判心理学和心智模式格栅理论值非常重要，值得每一个投资者深究探寻。对于他的感谢包括其深邃的思想以及热情的鼓励。

我对于卡罗尔·卢米斯同样怀有深深的谢意。在巴菲特开始他投资合伙企业生涯的两年之前，卡罗尔开始了她《财富》杂志研究助理的职业，如今她已是《财富》杂志的资深特约编辑，《纽约时报》畅销书作家，也是美国最了不起的记者之一。正如你们很多人所熟知的，她自1977年起就协助编辑《伯克希尔年报》。卡罗尔对我早期的鼓励让我无以言表。

我也想特别感谢安迪·基尔帕特里克，他是《永恒价值：巴菲特的故事》一书的作者。每当我发现历史故事错误或模糊时，便去翻阅他的书。如果我需要更进一步的帮助，就会打电话给安迪，他总是能迅速地给我要

寻找的答案。安迪是一个绅士，我认为他应该是伯克希尔的官方历史学家。

如果你在伯克希尔这个社区圈子里待上30年，会有很多独特的机会接触到数以千计的论述、信件、电子邮件，它们会向你多角度展示伯克希尔的信仰，无一不令人愉悦受益。每当我想起这些，我对于很多人都心怀感念，他们有查克·艾克、杰克·博格尔、大卫·布雷弗曼、杰米·克拉克、鲍勃·科尔曼、拉里·坎宁安、克里斯·戴维斯、帕特·多尔西、查尔斯·埃利斯、亨利·爱默生、肯·费雪、菲尔·费雪、鲍勃·戈德法布、伯顿·格雷、梅森·霍金斯、阿吉特·简恩、琼拉姆·坦南特、弗吉尼亚州·利斯、约翰·劳埃德、保罗·朗斯、珍妮特·洛、彼得·林奇、迈克尔·莫布森、罗伯特·迈尔斯、比尔·米勒、埃里卡·彼得森、拉里·皮江、丽莎·拉普诺、劳拉·里滕豪斯、约翰·罗瑟柴尔德、比尔·鲁安、汤姆·鲁索、爱丽丝·施罗德、罗·辛普森、埃德·索普、沃利·韦茨、大卫·温特斯。

我还要非常感谢一位特殊的朋友——查尔斯E.霍尔德曼·小埃德，我当初做出人生选择的时候，他给了我非常有价值的建议。我当时问他是去读个MBA还是写一本书，应该选哪一个。他说：“写书。”这是个非常棒的建议。他读了我的书稿，并给了我若干改进建议。谢谢你，埃德！

感谢约翰·威利出版公司，不仅仅是出版了我的《巴菲特之道》一书，而且为了在过去20年中那些看不见的、不辞辛劳的支持与奉献，他们中的每一位都是专家。让我的感谢从迈尔斯·汤普森开始，他当初给予我这个初出茅庐的作者提供机会。我还要感谢詹妮弗·品科特、玛丽·戴妮罗、琼·奥

尼尔、帕梅拉·吉森，以及现任团队的凯文·康明斯、朱迪·豪沃思。

一如既往，我非常感激我的经纪人劳瑞·哈珀及其经纪公司。劳瑞是个出色的经纪人，她聪明、平和、公正而高效。最重要的是她精益求精追求卓越的精神。一句话，劳瑞与众不同。

20年前，迈尔斯·汤普森将我的第1版书稿寄给玛吉·斯塔基，问她是否愿意帮助一个写作新手润色文字。从那时至今，玛吉与我合作出了9本著作，我常常想我们之间的合作真是天衣无缝，尽管我们相隔遥远，但玛吉总是能迅捷地获得信息资料，令我感到惊奇。她总是从一章到下一章不知疲倦地工作，寻找最佳的架构组织材料文稿，简而言之，她总是将我转给她的工作安排的非常妥当。在这个行当里，她是最棒的。

任何一个作者都知道，花时间在写作上，就意味着与家庭在一起时间的减少。写作要求作者有一定的牺牲，但我肯定他们的家庭也付出了很多。我深爱我的孩子们，并非常感谢我的夫人，她一直支持着我和我的家庭。当我第一天告诉她我要写书时，她微笑着鼓励我一定可以做得好，她持续的爱使得一切皆有可能。尽管，在这个感谢的名单上，家庭出现在最后，但在我心目中却始终排在第一。

所有喜爱这本书的人们，将你们的感谢给予上述所有这些人。如果有任何的遗漏或错误，责任在我。

罗伯特·哈格斯特朗





WILEY

学习巴菲特的第一本入门书



# 巴菲特 的投资组合

**The Warren Buffett Portfolio**

Mastering the Power of the Focus Investment Strategy

华 章 经 典 · 金 融 投 资

R O B E R T G . H A G S T R O M

〔美〕罗伯特·哈格斯特朗 著

江春 译

Robert G.  
Hagstrom



机械工业出版社  
China Machine Press

华章经典·金融投资

## 巴菲特的投资组合（珍藏版）

The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus

Investment Strategy [美]罗伯特·哈格斯特朗（Robert G.

Hagstrom） 著

江春 译

ISBN：978-7-111-44156-4

本书纸版由机械工业出版社于2013年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.bbbvip.com 新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

# 目 录

前言

## 第1章 集中投资

当今的证券管理：二者择其一  
一项新选择

集中投资：总体描述图

“找出杰出的公司”

“少就是多”

“押大赌注于高概率事件上”

“要有耐心”

“价格波动不必惊慌”

网格状模式

## 第2章 现代金融的先行者们

多元化证券投资管理

对风险的数学界定

有效市场理论

巴菲特与现代证券投资理论

巴菲特论风险

巴菲特论多元化组合

巴菲特论有效市场理论

开发一个新的证券管理理论

### 第3章 巴菲特派

约翰·梅纳德·凯恩斯

巴菲特的合伙公司

查理·芒格的伙伴性合作

红杉基金

罗·辛普森

3000个集中投资者

伯克希尔-哈撒韦

平面地球协会

### 第4章 一种更好的衡量业绩的方法

共同基金的双重标准

龟兔赛跑

其他衡量业绩的尺度

“全面”收益

巴菲特的量尺

像树獭一样行动迟缓的两项原因

降低交易成本

税后收益

### 第5章 沃伦·巴菲特的投资策略

市场原则：如何评估一家企业

财务原则：用还是不用经济附加值

管理原则：我们能评估经理吗

成长与增值：永久的辩题

米勒和莱格·梅森公司的增值信托

沃伦·巴菲特的投资策略与科技公司

再论证券分析

## 第6章 证券投资中的数学问题

概率论

对概率的主观判断

具有巴菲特风格的概率论

投资于富国银行和可口可乐公司

凯利优化模式

保险与投资一样

一切都取决于成功的可能性

一种新的思维方式

概率的计算

调整计算以包括新的信息

决定赌注的大小

观察投注比率

概率论与股票市场

数字之美

## 第7章 投资心理

本杰明·格雷厄姆

“市场先生”，来见见查理·芒格

行为金融学

过度自信

反应过度倾向

躲避损失

心中的账目

风险容忍度

集中投资心理

## 第8章 市场是一个复杂多变的适应性系统

古典理论

圣菲研究院

爱尔·法罗问题

三层分离预测法

在错综复杂的世界里投资

对格局的重新认识

## 第9章 创造击球佳绩的球员在哪里

成为一名.400击球手

将股票视为企业

增加你投资的规模

降低证券换手率

开发其他业绩衡量尺度

学会用概率的方法来思考

学会认识判断失误心理

忽视市场预测

等待最佳击球机会

集中投资者的责任

为什么华尔街忽视集中投资

投资与投机

向最棒的人学习

附录A

附录B

译者后记



## 前言

在写《沃伦·巴菲特之路》一书时，我的目标是列出沃伦·巴菲特使用的选股工具或基本原则，以使读者最终能像巴菲特一样认真分析公司、购买股票。

此书的巨大成功是我们的工作取得成效的有力证明。在发行量超过60万册并被译为12种文字以后，我相信此书经受住了专家、投资者、学术界人士以及企业家的充分检验。到目前为止，来自读者和媒体的反馈是相当热烈而积极的。此书似乎确实起到了帮助人们聪明投资的作用。

正如我在许多场合说过的，《沃伦·巴菲特之路》一书的成功首先是沃伦·巴菲特本人的成功，他的才智和为人使世界上很多人为之倾倒，他的学识和投资纪录使整个投资界着迷，其中也包括我。二者的完美结合使沃伦·巴菲特成为当今投资领域最受欢迎的楷模。

《巴菲特的投资组合》这部新著是《沃伦·巴菲特之路》的姊妹篇，而并非续篇。在这本独特的书中，我不经意地涉及两项重要的领域：构建与认知。或用简单的话来说，是证券管理与知识获取。

我现在比以往更深刻地认识到，取得高于平均的收益绝非仅仅是选股的问题，也是你如何构建你的投资组合的问题。为了成功把握证券投资的航程，你需要在更高的层次上了解价格波动以及它对个体行为的影响。另外，你还需要一种特定的性情。所有这些想法构成了《巴菲特的投资组

合》一书。

两本书相得益彰：《沃伦·巴菲特之路》提供给你英明选择普通股的工具，而《巴菲特的投资组合》则教你如何将这些股票组合起来并为管理它们提供了知识框架。

自从写作《沃伦·巴菲特之路》以来，我所有的投资都按照书中的基本原则去做。的确，我管理的共同基金“莱格·梅森集中信托”(Legg Mason FocusTrust)已成为书中推荐方法的实例。到目前为止，我很高兴地告诉大家，结果是令人鼓舞的。

在过去的4年里，除了获取投资经验以外，我还有机会学到了其他一些宝贵的课程，在此一并描述。巴菲特认为对数学和概率的基本掌握是十分重要的，投资者也需要了解市场心理。他警告我们依赖市场预测的危险性。然而，他的教导仅局限于单个领域。我们在分析他如何选股时有充足的材料，而巴菲特就概率、心理和预测的公开言谈却很少。

但是，这并不能减少此类知识的重要性，它意味着我必须根据自己的分析和他人的分析来填补空缺。为了这一目的，我靠数学家艾迪·桑波博士来帮助我更好地理解概率；靠查理·芒格来帮助我理解判断失误心理；靠比尔·米勒来教我关于复杂适应性系统的科学。

下面是对本书框架的简要介绍。本书基本上是由两大部分组成。第1章统领全书，对“集中投资”的概念及其相关因素进行了概括的综述。第2~5章构成第一大部分，它们论述了集中投资的学术背景及统计因素，还探讨了

从集中投资家的经验中所应学到的道理。

集中投资仅有学术构架的支持是不够的，我们感兴趣的还有集中投资组合的业绩表现。不幸的是，到目前为止，集中投资组合的历史数据不足以得出任何在统计学上说明问题的结论，好在一项令人兴奋的研究有望改变这种状况。

在过去的两年里，琼·兰姆-坦诺特博士和我就集中投资的理论及程序做了一项研究。我们对3 000种集中投资股票在不同持股期进行了深入的观察，然后将这些投资组合的表现与广泛多元化的投资组合的表现相比较。我们所选的多元化投资组合是当今在共同基金和机构账户上占主导地位的。比较的结果以学术文章的形式正式发表，题目为“集中投资：有别于主动管理或被动管理的另一种令人满意的证券投资战略”。我们的研究在本书第4章中用非学术的语言予以概括。

第6~8章是本书的第二大部分。我们将注意力转移到其他研究领域：数学、心理学以及新兴的复杂性科学。在此你会发现我从艾迪·桑波、查理·芒格和比尔·米勒那里学到的新概念。有些人可能对我们贸然进入似乎不相干的领域表示奇怪，但我认为没有对其他相关学科的理解，任何对集中投资的尝试都将失败。

最后，在第9章我对集中投资的特点进行了综述，并为开始投资并实施集中投资战略的人指明了方向。

罗伯特·哈格斯特朗

## 第1章 集中投资

我们的投资仅集中在几家杰出的公司上，我们是集中投资者。

——沃伦·巴菲特

我至今仍记得我与沃伦·巴菲特的那次谈话，好像就发生在昨天。这次谈话对我是具有决定意义的谈话：首先，它彻底改变了我的思维方向；其次，它使一种证券管理的方法得以命名。我的直觉告诉我，这种方法不但科学合理，而且长期以来被我们这行所忽视。这种方法就是现在我们称之为集中投资的方法，而且它与人们想象的多数经验丰富的投资者的做法大相径庭。

好莱坞电影已经为我们展示了一幅陈腐的券商工作的场景：他们疯狂地记笔记，同时用两部电话交谈，眼睛紧盯着不断跳跃着的计算机屏幕，只要股价稍有风吹草动就用力敲击键盘。

沃伦·巴菲特作为一位典范的集中投资者却与上述疯狂的投资者模式相去甚远。这位被许多人认为是当今世界上最伟大的投资者通常讲话“轻声细语”、“极为务实”，而且更像是“一位长者”。他镇定的仪态出自天生的自信，他的业绩和成就却颇具传奇色彩，难怪整个投资界对他的所作所为都甚为关注，这绝非偶然。既然沃伦·巴菲特将他的投资策略归纳为“集中投资”，我们不妨了解一下什么是集中投资以及它是如何被操作的。集中投资是一个简单得不能再简单的想法，然而像很多简单的想法一样，它根植于

一套复杂的彼此相关联的概念之上。如果我们将这个想法“举起来迎着光”仔细观察，我们会发现它的深度、内涵以及坚实的思想基础，这些都蕴藏于清亮的表面之下。

在这本书中，我们将逐一观察这些彼此相关联的概念。现在，我先介绍集中投资的核心概念。本章的目的亦反映出本书的目的：教给你一种投资决策方法以及证券管理的新方法。特此警告：这种新方法很有可能与你以前被告知的投资股市的方法截然不同。它与传统思维方法的距离和沃伦·巴菲特距好莱坞的陈腐形象一样远。

集中投资的精髓可以简要地概括为：

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中取胜。

毫无疑问，这段简述立即会在你的脑海中形成各种疑问：

我如何找出这些高于平均收益的股票？

究竟多少算做“少数几种”？

你说的“集中”是什么意思？

我应该持股多久？

或许你还保留了最后一个问题：我为什么要这样做？

对这些问题的全部答案均可在本书的后几章中找到。本章的任务是对集中投资策略进行一番综述，并从你为什么这样做这一敏感问题开始。

## 当今的证券管理：二者择其一

就目前的状况，证券管理处处在两种竞争战略的拉锯战中：活跃的证券管理和指数投资。

活跃的证券管理者不停地买卖大量普通股。他们的职责就是使客户满意，这意味着在股市上不断开创新业绩。或许有一天某客户使用最显而易见的衡量标尺问：“我的投资与整个市场的投资相比表现如何？”回答是比一般投资要好，这样他就将钱继续留在基金里。为了体现突出的业绩，活跃的证券管理者努力预测未来6个月里股票的走势，并不断更换其投资组合，希冀能从预测中获利。今天的普通股共同基金（mutualfund）平均拥有100种以上的股票，周转比率达到80%。

指数投资采取的是购买并持有这样一种策略。它收集并持有各种各样的普通股并创造性地将投资组合设计得贴近标准普尔500（S & P500）这一基准价格指数。

与活跃证券管理相比，指数证券投资的方法相对较新，应用不够普遍。进入20世纪80年代以来，指数基金战略已完全自成一体并脱颖而出，但是两派的倡导者一直相持不下，并要在最终的投资回报上比个高低。活

跃派基金管理者认为，凭着他们高超的选股技巧，他们可以击败任何指数管理者，而指数派的战略家们则有近几年的辉煌历史做他们的后盾。

1977~1997年20年的业绩追踪研究表明，能够打败标准普尔500的共同基金的百分比呈急剧下跌趋势，从早期的50%降到近4年的25%。1997年以来情况更糟，到1998年11月，有90%的活跃证券基金的业绩低于市场表现（平均比标准普尔500低14%）。这意味着只有10%的公司的业绩好于平均水平。

活跃证券管理的方式尽管被广泛采纳，但今后却很难超出标准普尔500这一水准基点，原因是他们每年疯狂地买卖上百种股票，在某种程度上，机构资金管理者本身变成了市场的买主和卖主。他们的基本理论是：购买我预计会很快获利的股票，然后出手，管它是什么股呢。这种炒股逻辑的致命弱点在于：鉴于金融市场的复杂环境，正确的预测几乎是不可能的（见第8章对复杂适应机制的描述）。进一步动摇上述理论的基础并使事情复杂化的原因是频繁炒作的内在成本所产生的效果。成本增加只会使投资者的净回报减少。对这些成本因素加以分析，我们可以清楚地看到，正是活跃证券管理机构本身导致了它们的失败。

指数投资由于没有产生同样多的开支，在很多方面要好于活跃管理投资，但即使是最好的指数基金或处于顶峰期的基金，也只能产生大众市场的收益，不多也不少。指数投资者绝对不会比一般市场差，但也不会太好。

对于投资者来说，两派战略的潜在魅力是相同的，即通过多元化战略



来尽可能减少风险。通过持有多种分别代表不同的行业和市场不同部门的股票，投资者希望编织一张温暖的保护网，避免出现将钱投在某一失败领域而产生的灾难性结果。在一般时期，人们会这样想：多元化股票中的某些股会下跌，而其他股则上涨，让我们合掌祈求，后者的得会抵消前者的失。活跃派管理者认为，随着投资组合中股票数量的增加，获胜的机会也更大。10个比1个好；100个比10个好。

指数基金从定义上也是支持这种多元化战略的，但条件是它反映出的指数也是多元化的。事实也是如此。传统指数证券基金不断在100种有上升趋势的股票中转换，故也支持多元化。

我们对多元化这个词听得太多也太久，以至于我们对它的不可避免的结果——业绩平庸，都可以充耳不闻。的确，活跃派和指数派都采取多元化战略，但总体上讲二者都不会产生特别突出的回报。真正聪明的投资者必须问自己下述的一些问题：我是否对平均回报满意？我能否做得更好？

## 一项新选择

沃伦·巴菲特对这场活跃派与指数派之争是如何评论的呢？如果让他在二者之间择其一的话，他会毫不犹豫地选择指数派。对那些不能容忍风险或者对企业经济情况知之甚少却仍想参与普通股长期投资的人来说，尤其应如此。巴菲特用他独特的语言风格说道：“通过定期地投资于指数基金，那些门外汉投资者可以获得超过多数专业投资大师的业绩。”

然而，巴菲特旋即又指出还有第三种选择，一种有别于活跃派投资组合但又能击败指数基金的战略，这就是集中投资战略。

## 集中投资：总体描述图

### “找出杰出的公司”

多年来，沃伦·巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略。他对公司的选择是基于一个普通常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股价上。巴菲特的大部分精力都用于分析潜在企业的经济状况以及评估它的管理状况而不是用于跟踪股价。

这并不意味着分析公司（找出一切能够告知此公司经济价值的信息）是一件容易的事。事实上，分析公司是颇费一番工夫的。但巴菲特经常说做这项“作业”所费的心思比竭尽全力保留在股市的顶尖地位要少，其结果是长期受益。

巴菲特使用的分析过程包括用一整套的投资原理或基本原则去检验每一个投资机会。这些基本原则在《沃伦·巴菲特之路》（Warren Buffett Way）一书中已详细讲述并在下一节“少就是多”中加以总结。我们可以将这些原则视为一种工具。每一个单独的原理就是一个分析工具，将这些工具合并使用，就为我们区分哪些公司可以为我们带来最高的经济回报提供了方法。

如果使用得当，沃伦·巴菲特的基本原则将会带你走进那些好的公司，从而使你合情合理地进行集中证券投资。你将会选择长期业绩超群且管理

层稳定的公司。这些公司在过去的稳定中求胜，在将来也定会产生高额业绩。这就是集中投资的核心：将你的投资集中在产生高于平均业绩的概率最高的几家公司上。

概率论这个源于数学的理论是构成集中投资原理的重要概念。在第6章你将会了解到更多有关概率论的原理以及如何将它运用于投资。目前，只要将“好的公司”与“高概率回报”联系起来想就可以了。通过你的分析，你已经找出历史成绩优秀的公司并由此推断出未来的良好前景，那么现在就你所知的一切换个角度去考虑，从概率的角度去考虑。

## “少就是多”

你还记得巴菲特对投资“门外汉”的忠告吧？即投资于指数基金。巴菲特下面的这段话才更有趣且符合我们的写作目的：“如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选5~10家价格合理且具长期竞争优势的公司。传统意义上的多元化投资（广义上的活跃有价值证券投资）对你就毫无意义了。”

### 沃伦·巴菲特投资策略的基本原则

#### ◎企业原则

这家企业是否简单易懂？

这家企业是否具有持之以恒的运作历史？

这家企业是否有良好的长期前景？

#### ◎管理原则

管理层是否理智？

管理层对它的股民是否坦诚？

管理层能否拒绝机构跟风做法？

## ◎财务原则

注重权益回报而不是每股收益

计算“股东收益”

寻求高利润率的公司

公司每保留1美元都要确保创立1美元市值

## ◎市场原则

企业的估值是多少？

企业是否会被大打折扣以便低值买进？

传统多元化投资的问题出在哪儿？可以肯定的一个问题是，你极有可能买入一些你一无所知的股票。“对投资略知一二”的投资者，应用巴菲特的原理，最好将注意力集中在5~10家公司上。其他坚持集中投资哲学的人则建议数量应更少些，3家就够了。对于一般投资者来说，合理的数量应在10~15家之间。这样我们就回答了前面的问题，究竟多少算“少数几种”？答案是不超过15家。事实上，具体数字不是最关键的，最关键的是要了解集中投资后面的投资原理。如果将集中投资应用于几十种以上的投资组合，它就土崩瓦解失去意义了。

沃伦·巴菲特经常从英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）那里获得思想源泉。1934年凯恩斯在给商业同行的一封信中写

道：“通过撒大网捕捉更多公司的方法来降低投资风险的想法是错误的，因为你对这些公司知之甚少更无特别信心……人的知识和经验都是有限的，在某一特定的时间段里，我本人有信心投资的企业也不过两三家。”凯恩斯的信构成集中投资的雏形。

另一位更具深远意义的影响者是菲利普·费舍尔（Philip Fisher）。他对巴菲特的影响已经逐渐被人们注意到。费舍尔是一位杰出的投资咨询家。他从业近50年并著有两本重要论著：《普通股与非普通利润》（Common Stocks and Uncommon Profits）和《普通股通往财富之路》（Paths to Wealth Through Common Stocks）。这两本书都深受巴菲特的喜爱。

费舍尔也是著名的集中证券投资家，他总是说他宁愿投资于几家他非常了解的杰出公司也不愿投资于众多他不了解的公司。费舍尔是在1929年股市崩溃以后不久开始他的投资咨询业务的，他仍清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要。“我知道我对公司越了解，我的收益就越好。”一般情况下，费舍尔将他的股本限制在10家公司以内，其中有75%的投资集中在3~4家公司身上。

他在1958年《普通股与非普通利润》一书中写道：“许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。”40年后的今天，费舍尔已是91岁高龄的老人，仍然不改初衷。他告诉我说：“最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都可以拥有它们了。我知道我想购买最好的股票，不然我宁愿不买。”



肯·费舍尔（Ken Fisher）是菲利普·费舍尔的儿子，也是一位出色的资金管理者。他是这样总结他父亲的哲学的：“我父亲的投资策略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。”

## “押大赌注于高概率事件上”

费舍尔对巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可望而不可即的极好机会时，唯一理智的做法是大举投资。像所有伟大的投资家一样，费舍尔绝不轻举妄动。在他尽全力了解一家公司的过程中，他会亲自一趟趟拜访此公司，如果对他所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于此公司。肯·费舍尔指出：“我父亲明白在一个成功企业中占有重要一席意味着什么。”

今天，沃伦·巴菲特响应着这一思想：“对你所做的每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入此股。”

现在你明白为什么巴菲特说理想的投资组合应不超过10只股票了吧，因为每个个股的投资都在10%，故也只能如此。然而集中投资并不是找出10只好股票然后将股本平摊在上面这么简单。尽管在集中投资中所有的股都是高概率事件股，但总有些股不可避免地高于其他股，这就需要按比例分配投资股本。

玩扑克赌博的人对这一技巧了如指掌：当牌局形势对我们绝对有利时，下大赌注。在许多权威人士的眼里，投资家和赌徒并无多大区别。或许是因为我们都从同一科学原理——数学中获取知识。与概率论并行的另一个数学理论凯利优选模式（Kelly Optimization Model）也为集中投资提供了理论依据。凯利模式是一个公式，它使用概率原理计算出最优的选择，对我们而言就是最佳的投资比例（这个模式以及它那令人拍案叫绝的

诞生故事将在第6章中介绍)。

当沃伦·巴菲特在1963年购买美国运通 ( American Express ) 股时，我不敢肯定他已经在选股中运用了优选法理论，但这笔购买是这一理论的真实写照，也是巴菲特的勇气所为。20世纪五六十年代，巴菲特作为合伙人服务于一家位于内布拉斯加州奥玛哈的有限投资合伙公司，他目前仍住在那里。这个合伙企业使他可以在获利机会上升时，将股资的大部分投入进去。1963年，这个机会来了。由于提诺·德·安吉利牌色拉油丑闻，美国运通的股价从65美元直落到35美元，当时人们认为美国运通公司对成百万的伪造仓储发票负有责任。沃伦将公司资产的40%共计1300万美元投在了这只优秀股票上，占当时美国运通股的5%。在其后的2年里，美国运通股票翻了三番，巴菲特所在的合伙公司赚走了2000万美元的利润。

## “要有耐心”

集中投资是广泛多元化、高周转率战略的反论。在所有活跃的炒股战略中，只有集中投资最有机会在长期获得超出一般指数的业绩，但它需要投资者耐心持股，哪怕其他战略似乎已经超前也要如此。从短期角度我们认识到，利率的变化、通货膨胀、对公司收益的预期都会影响股价。随着时间跨度的加长，持股企业的经济效益趋势才是最终控制股价的因素。

多长时间为理想持股期呢？如你所料这里并无定律（尽管巴菲特可能会说短于5年的期限是傻子的理论）。我们的目标并不是零周转率，走另一个极端是非常愚蠢的，这会使我们丧失充分利用好机会的时机。我建议一条经验准则供你参考，将资金周转率定在10%~20%之间。10%的周转率意味着你将持股10年；20%的周转率意味着你将持股5年。

## “价格波动不必惊慌”

价格波动是集中投资的必然副产品。传统活跃证券投资中，使用广泛的多元化组合会使个股价格波动产生的效果平均化。活跃投资证券商们心里非常清楚，当投资者打开月度报表，看到白纸黑字清清楚楚地写着他们所持的股票跌了时，这意味着什么，甚至连那些懂行的人，明知股票的下跌是正常交易的一部分，仍对此反应强烈甚至惊慌失措。

你持股越多越杂，单股波动就越难在月度报表中显示出来。多元化持股对许多投资者的确是一剂镇定剂，它起到稳定由个股波动产生的情绪波动的作用，但平缓的旅程亦是平淡的旅程。当以躲避不愉快为由，将股票的升跌趋于平均的时候，你所获得的只能是平均回报。

集中投资寻求的是高于平均水平的回报。我们在第3章中将会看到，不管从学术研究上还是从实际案例分析上，大量证据表明集中投资的追求是成功的。毫无疑问，在追求的旅途中充满颠簸，但集中投资者忍受了这种颠簸，因为他们知道，从长期来看，所持公司的经济效益定会补偿任何短期的价格波动。

巴菲特本人就是一个忽略波动的大师。另一位这样的大师是巴菲特多年的朋友和同事查理·芒格（Charlie Munger）。查理是伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）的副总裁。那些倾心钻研并酷爱伯克希尔公司出类拔萃的年度报表的人都知道巴菲特与查理彼此支持，互为补充，两个人

的观点有时如出一辙。芒格与巴菲特在态度和哲学观念上亦丝丝相扣，互为影响。

在20世纪六七十年代，芒格与巴菲特当时的情况一样，也在经营一家他有权大力押赌注的合伙证券公司。他决策的理论逻辑与集中投资的原则一唱一和。

查理解释说：“早在20世纪60年代，我实际上参照复利表，针对普通股的表现进行各种各样的假设分析以找出我能拥有的优势。”查理对各种情况进行分析，包括证券组合中所需股票的数量以及预期的波动。这是一种直截了当的计算。

“从玩扑克牌中你就知道，当握有一手对你非常有利的牌时，你必须下大赌注。”查理说。他的结论是，只要你能顶住价格波动，拥有3只股票就足够了。他还说：“我知道从心理上我能顶住价格的波动。我从小就是由善于顶住风浪的人抚养长大的，所以我是实施我自己这套方法的最理想人选。”

或许你也是善于处理波动变化的众多人选之一。即便你生来不那么走运，不属于这类人，你也可以获取他们的某些特点。你所做的第一步是不断改变自己的言行及思维方式。获取新的行为和思维方式并非一日之功，但当你渐渐地教会自己直面市场的诡秘变幻，那么处变不惊、镇定应对是完全可以做到的。

你或许愿意学习一些投资心理学的知识（见第7章）。社会学家称此领

域为金融行为学，他们已开始对投资现象的心理因素进行认真的调查。使用另一种衡量标尺来评估成功对你也是有帮助的。如果看到指数下跌就会使你心脏病发作，你最好赶快投向另一种衡量业绩的怀抱。这种方法不会利剑穿心，但同样奏效（巴菲特会说更加奏效）。这种新的衡量方法包括经济标准的概念，这个将在第4章中予以讨论。

如前所述，集中投资是一个简单的概念，它汲取了彼此相关的逻辑学、数学和心理学原理的精华。基于本章中对这些原理的综述，现在我们可以使用具体的指导方针式的措词来对这个基本概念加以重新定义。

总之，集中投资包括下列行为：

使用沃伦·巴菲特的投资战略，选择几家（10~15家）在过去投资回报高于一般水平的公司。你相信这些公司有很高的成功概率，而且能继续将过去的优秀业绩保持到未来。

将你的投资基金按比例分配，将大头押在概率最高的股票上。

只要事情没有变得很糟，保持股本原封不动至少5年（超过更好）。教会自己在股价的波动中沉着应对，顺利过关。



## 网格状模式

沃伦·巴菲特并不是发明集中投资的人。集中投资的基本原理是在50年前由约翰·梅纳德·凯恩斯首先提出来的。巴菲特所做的，而且做得非常成功的是亲身实践了这一原理，然后才将它冠名。令我感到震惊的是：华尔街一向以自觉效法成功而著名，为什么至今仍对集中投资这一战略不闻不问呢？

1995年，我们启动了莱格·梅森集中信托基金（Legg Mason Focus Trust）。这是第2家有目的地购买15（或更少）种股票的共同基金（第1家这样做的基金是红杉基金（Sequoia Fund），他们的故事将在第3章中讲述）。集中信托的成立使我有机会亲自尝试集中投资并获得了宝贵经验。在过去的4年里，我有机会与股民、投资家、咨询家、分析家以及其他券商和金融媒体打交道。我了解的情况使我深信，集中投资战略与目前投资市场占主导地位的投资策略有天壤之别。最简单的事实是他们的思维方式不同。

为了帮助我了解这种思维差异，查理·芒格使用了网格状模式（Latticework of models）这一强有力的比喻。1995年，芒格为南加州大学商学院（University of Southern California School of Business）基尔福德·巴比考克（Guilford Babcock）教授的班级做了一个报告。报告题目为“人类处世本领的最基本分支：论投资专长”。这篇报告后来被《杰出投资家文

摘》（OID）转载。对查理来说这次报告很有趣，因为它的中心议题围绕着一个很重要的内容：人是如何获取对智慧的真正理解，或者他称之为“处世本领”的。

芒格解释说，仅靠简单的数据事实的堆积，外加旁征博引是不够的。相反，智慧是事实的联合与组合。他认为获取智慧的唯一途径是将生活履历置于各种思维模式的交叉点上。他解释说：“你必须在脑中形成各种各样的模式，你必须有各种各样的经历，不管是直接的，还是间接的，然后形成这个网格状模式。”

查理说，第一条要学的规则是你必须在脑中形成多种模式。你不仅需要拥有这些模式，而且你需要从不同的学科去深入了解这些模式。作为一个成功的投资者，你需要从多学科的角度去思维。

因为世界并不是多学科的，这种思维方式使你看问题的方式与众不同。查理指出，经济学教授一般不会将物理学原理放进他的授课之中，同样物理学教师也不会讲授生物学，生物学教师不讲授数学，数学家也极少在课程中包括心理学。根据查理的观点，我们必须忽略这些“学术上的法定界限”，并将所有格状设计中的模式包括在内。

查理说：“人类大脑必须以模拟状态运行是不可否认的事实。窍门在于你的大脑如何通过了解大多数基本模式从而比别人的大脑运行得更好，使这些模式在单项工作中发挥作用。”

就我而言，集中投资与目前广泛使用且颇为流行的投资文化是不完全

相符的，这种投资文化建立在狭窄文化的几个模式之上。为了充分享用集中投资的好处，我们必须增加新的概念、新的模式以扩展思维。如果不了解心理学中的行为学模式，你对投资就永远不会满意。如果不了解统计学中的概率论原理，你将不会知道如何优选证券组合。只有在了解了复杂的适应性原理之后，你才会真正了解到市场预测的可笑之处。

对这些学科的了解不必是完全彻底的。查理解释说：“你不必成为这些领域的伟大专家，你要做的只是接受一些真正重要的概念，尽早尽快地将这些原理学好。”查理指出，令人感到兴奋的是，当你将不同的原理结合起来并用于同一目的时，对不同学科的掌握使你可以高瞻远瞩。

集中投资者必须掌握的最复杂原理是选股模式。我们许多人已通过《沃伦·巴菲特之路》对此有所了解。我们还需添加一些简单的原理以完成我们所需的教育：了解如何将这些股票集中组合起来，如何管理这些证券使其在未来产生最大的回报。我们不是孤军奋战，还有沃伦和查理的思想在引导我们，我们可以借鉴他们在伯克希尔-哈撒韦公司积累起来的经验。这两位思想家不仅为他们个人赢得了荣誉，也为他们的公司带来了荣誉。他们形容自己的公司为“通过一些重要概念的实际运用来教会人们正确思维方式的教诲型公司”。

查理·芒格说：“伯克希尔是一家非常传统的公司，我们尽力保持这种风格。这并不是说我们公司守旧愚腐，而是尽力遵守永恒的真理：基本的生活常识、基本的恐惧感、基本的人性分析，这使得我们能对人的行为进行预测。如果你能做到以上几点并遵守一些基本原则，你就会在投资业做

得很好。”

## 第2章 现代金融的先行者们

传统的智慧，在传统上是源远流长的，在智慧上却是短视肤浅的。

——沃伦·巴菲特

20世纪最大的金融灾难是1929年的股市崩溃以及随后的大萧条。第2次金融灾难则是指1973~1974年的大熊市及经济衰退。这一次与1929年的股市崩溃有所不同，它并不是在可怕的某一天突然发生的，对美国家庭的影响也没有那么普遍和深刻，所以在我们的记忆里不能与大萧条产生同等的影响。然而，对于金融专业人士来说，第2次衰退几乎具有同样的意义，因为它在现代金融史上具有重要的分水岭意义，特别是对现代证券理论的发展具有重要意义。

以事后的清醒眼光看待当时的情况，我们可以看到两派不同的观点在股市衰退的两年里开始较量。这两派投资哲学观点的较量至今仍在进行着。两派投资领域的人都在寻找一种最理想的投资途径，但却得出完全不同的结论。事实上与其说是两组人在进行较量，倒不如说是一个人——沃伦·巴菲特与其他所有寻求答案的人在较量更准确。

1973~1974年的熊市是一个缓慢的、折磨人的、毫不留情地让人损兵折将的过程，它持续不断地进行了整整两年。整体股市下跌了60%。那些拥有低息票债券，并以此为固定收入的持券人眼看着他们的投资亏损。利率和通胀比率均迅速攀升至两位数；石油价格暴涨成天价；抵押贷款利率

高得吓人；几乎没有什么中产阶级家庭敢购买新住房。这是一段黑暗而残酷的时期。金融损失是如此之大，以至于投资券商们开始对自己的投资策略产生怀疑。

为了寻找答案，多数投资专业人士慢慢转向学术研究机构，尽管有些人非常不情愿。适时证券投资的学术研究已被忽略了二十多年。研究的总体结果现在被称之为“现代证券投资理论”。

巴菲特却转向了不同的方向。

沃伦·巴菲特是证券经纪人的儿子。他在11岁时就开始留意他父亲的公司位于内布拉斯加州奥玛哈的交易所，并在同一年买下了他的第一笔股票。作为内布拉斯加州立大学的一名学生，他在数字方面很有天赋，并碰巧拜读了哥伦比亚大学（Columbia University）教授本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的一部题为《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）的著作。格雷厄姆认为投资信息中最关键的一条是公司的内在价值。投资者的中心任务是准确地计算出这个价值，然后只有当股价低于这个数值时才购买。这个原则必须遵守。巴菲特深深地被这一数学方法所吸引，并为此考入哥伦比亚大学研究生院以便能在格雷厄姆门下学习。

完成了经济学硕士课程的学习以后，巴菲特回到奥玛哈并开始为他父亲工作。他父亲当时拥有一家名为巴菲特·福尔克（Buffett Falk & Company）的证券经纪公司，那是1952年。年轻的巴菲特着手实践格雷厄姆的投资方法。按照格雷厄姆所传授的方法，巴菲特只在股价低于他们估

算的内在价值时才购买它们。他完全是一副格雷厄姆的做派，只有在股票以较低的价格交易时，他才会兴趣大增。

在为他父亲工作的同时，沃伦·巴菲特与他的良师益友保持着密切的联系。1954年，格雷厄姆邀请他的学生到纽约加入他的格雷厄姆-纽曼公司（Graham-Newman）。两年以后格雷厄姆退休，巴菲特又回到内布拉斯加州，并与7个有限合伙人和100美元自己的钱，成立了投资合伙制公司。几年以后，正是这家公司做成了那笔令人难以置信的美国运通公司股票交易。这笔交易已在第1章中进行了描述，他当时只有25岁。

作为主要合伙人，巴菲特可以完全自由地掌管合伙公司的基金。除了拥有美国运通等少数公司的股权外，他有时也购买公司的控股权。1962年，他开始收购一家濒临倒闭的纺织公司，公司的名字叫伯克希尔-哈撒韦。

1969年，合伙公司成立12年之后，巴菲特关闭了这家公司。他原来为这家公司设立了一个野心勃勃的目标——每年业绩超过道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average）10%。然而他做得更好，超出的不是10%，而是22%。原来一些投资于他的商人希望能与另一位券商继续合作，于是巴菲特邀请他的好友，哥伦比亚大学的同窗比尔·罗纳（Bill Ruane）来管理他们的资金。罗纳同意了，这就是红杉基金的起源（第3章将更多地介绍罗纳）。

巴菲特带着他自己从合伙股份公司中应得的利润，又买了更多的伯克

希尔-哈撒韦的股票，并渐渐获得对公司的控制权，在以后的几年里他开始着手经营纺织公司。

## 多元化证券投资管理

1952年3月，正当刚大学毕业的沃伦·巴菲特开始为父亲的证券经纪公司工作的时候，《金融杂志》（Journal of Finance）上发表了一篇题为《证券选择》的文章。文章的作者是芝加哥大学（University of Chicago）的研究生哈里·马科维茨（Harry Markowitz），文章不长，只有14页。从学术杂志的标准看，文章也并未引起轰动，总共4页文字（其余的全是图表和数学公式），3篇引用文献，然而这篇小文章却在今天获得了开创现代金融的美誉。

从马科维茨的观点看，要解释一个简单的原理，即回报与风险的密不可分性，是一件简单的事，用不着长篇大论来解释。作为一个经济学家，他认为有可能将二者的关系从统计学的层面进行有效的量化，从而决定获得某种回报所需的风险程度。在这篇文章中，他提出了支持这一结论所涉及的计算。他认为没有哪一个投资者能够只承担低于平均程度的风险，而获得高于平均水平的回报。

马科维茨事后说：“我被风险与回报同时存在这样一个观念深深打动。”尽管今天这一原理看起来是不言自明的，因为我们已对投资学进行了学习，但在20世纪50年代，这是一个革命性的理念。在此之前，投资者对



证券管理或对风险的概念很少去想。如果某位券商认为某种股票价格要上涨，他就将它买下，并不做其他考虑。证券投资是建立在偶然性的基础之上的。

这使马科维茨感到迷惑。他认为相信高回报低风险是非常愚蠢的。为了澄清他的观点，马科维茨修改了他称之为“有效前沿”的说法。

他解释说：“作为一名经济学家，我可以画一条曲线，其中一个轴代表预期回报，另一个轴代表风险。”所谓有效前沿就是沿着左边底轴向右上端画一条线，这条线上的每一个点都代表预期收益与相关水平风险的交叉点。最有效的证券投资应该是在某一水平的证券风险上产生出最高的回报。最无效的证券投资是将投资者暴露于一定水平的风险之中又没有相应的回报。马科维茨说，投资券商的目的是将证券投资与投资者所能容忍的风险度相匹配，并尽量限制或避免低效证券投资。

1959年，马科维茨基于他的博士论文出版了第一本书《投资组合选择：有效多元化投资》（Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment）。在书中，他对风险进行了更加全面的描述。他解释道：“我用标准偏差作为风险尺度。偏差（方差）可以被视为距离平均值的远近，距平均值越远，风险越大。”

根据马科维茨的定义，我们可以将证券投资风险的大小视为所有投资个股平均方差的权重，但这个定义忽略了关键的一点。尽管方差为某一个股的风险提供了度量方法，但两个方差的平均数（或100个方差的平均数）

却不会告诉你2个或100个股票投资组合的风险，所以马科维茨所做的是找出了决定所有证券投资风险的方法。许多人认为这是他最杰出的贡献。

基于广为接受的权重和方差公式，他将这个总体个股平均方差的权重称之为“协方差”（协变性）。协方差衡量的是一组股票的走势。协方差高，两只股票沿着同一方向移动；相反，协方差低，则表示两只股票的走势相反。按照马科维茨的观点，证券投资的风险不是个股的方差值，而是所有持股的协方差值。众多股票朝着同一方向移动得越多，将来受经济波动的影响在同一时间内下挫的机会就越大。同样道理，如果个股的价格朝不同方向移动，由这些风险股组成的投资组合可能反而是一种保守的选股方式。马科维茨说，不管怎样移动，多元化是解决风险问题的答案。

按照马科维茨的观点，一个投资者应遵循的合理行动顺序为：首先找出他能够轻松应对的风险水平，然后建立起有效多元化的低协变性股票投资结构。

马科维茨的书，如同他7年前发表的具有独创见解的论文一样，出于现实原因而为投资专业人士所忽略。

## 对风险的数学界定

马科维茨具有划时代意义的论文发表以后约10年，一个名叫比尔·夏普（Bill Sharpe）的博士生找到马科维茨。马科维茨当时在兰德学院（RAND Institute）从事线性规划研究。夏普当时需要一个博士论文题目，他的加州大学洛杉矶分校（UCLA）的一个教授建议他去马科维茨那里寻求可挖掘的题目。马科维茨告诉了夏普他的投资理论工作以及估算各种协方差的需要。夏普认真听取了马科维茨的介绍，尔后回到加州大学洛杉矶分校。

又过了一年，到了1963年，夏普的论文发表了，题目为“简单化的证券投资分析模式”。文中在对马科维茨的方法进行充分肯定和感谢之外，夏普提出了避免马科维茨方法中所要求的对协方差进行无数次计算的简便方法。

夏普的论点是：任何证券都与某些基本要素有一种共同的关系。这个要素可以是股市指数、国民生产总值或其他价格指数，只要这个要素是影响证券行为的最重要因素即可，使用夏普的理论，证券分析家只需衡量股票与主要基本要素的关系即可，它大大简化了马科维茨的计算方法。

让我们以普通股为例。按夏普的观点，决定股价的基本要素（最具影响股票行为的因素）是股市本身（行业群体和股票本身的特点也重要但具有次影响力）。如果某只股票比市场总体的波动更剧烈，这只股票就会使投资更具变化性也就更具风险。相反，如果股价比整体股市波动小，那么

增加这只股票作为投资就会使投资组合变化较小，波动较少。现在证券投资的波动性只需由个股波动的平均权重来决定即可。

夏普的波动理论被赋予一个名称—— $\beta$ 要素。 $\beta$ 是两种不同的价格活动的相关程度，即总体股市的价格指数以及个股的价格。股值的升跌如果与股市完全一致，它们的 $\beta$ 值为1.0；如果它们的升跌是股市的两倍，则 $\beta$ 值为2.0；如果股值的波动仅为股市变化的80%，则 $\beta$ 值为0.8。基于这唯一的信息，我们就可以确定投资总体的平均 $\beta$ 值权重。结论是，任何 $\beta$ 值大于1.0的投资比市场水平更具风险性，而 $\beta$ 值小于1.0的投资风险较市场平均水平小。

在他的博士论文发表一年以后，夏普引入了一个具有深远意义的概念叫做固定资产价格模式（CAPM），这是对他有效投资单一要素结构模式的直接延伸。根据固定资产价格模式，股票承担两种风险，一种是简单的入市风险，夏普称之为“相关风险”，相关风险就是 $\beta$ 值，它不能被多元化所化解；第二种风险叫做“非相关性风险”，这是针对某一公司经济状况的风险。与相关性风险不同，非相关性风险可以通过增加不同种类的股票投资被化解。

著名的作家、研究员以及《证券投资管理杂志》（The Journal of Portfolio Management）的奠基人彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）曾与夏普一起共度了很多时间，并对夏普的理论做了深入的研究。伯恩斯坦认为夏普的研究表明了一个无可争辩的结论：“有效的投资组合在于股市本身。没有哪种具有均等风险的股票能产生出高于预期的回报，也没有哪种具有均

等预期回报的股票是风险较低的。”换句话说，固定资产投资模式表明证券市场投资的好坏完全在于马科维茨的有效前沿。

在10年的时间里，两位学者为两项重要的因素下了定义，这两项因素后来被称为现代证券投资理论，即马科维茨的风险与回报的相对平衡取决于多元化的理论，以及夏普对风险的界定理论。第三项因素——有效市场理论是由芝加哥大学年轻的金融学助理教授尤金尼·法玛（Eugene Fama）提出的。

## 有效市场理论

尽管包括经济学家萨缪尔森在内的其他杰出的研究者都已对有效市场理论发表了见解，但法玛却是发展股市行为学综合理论中最有功劳的一位。

法玛是从20世纪60年代初期开始研究股价变化的。作为博览群书的读者，他博采各家股市行为学说之长，并深受法国数学家贝努瓦特·曼德尔布罗特（Benoit Mandelbrot）的影响。作为积分几何的发明者，曼德尔布罗特认为由于股价波动极不具规律性，对它们永远不可能做任何根本性或统计性的研究，而且不规则价格波动的格局定会加剧，造成令人预想不到的大幅度股价紧张波动。

法玛的博士论文《股价行为学》1963年发表在《商业杂志》（The Journal of Business）上，后来又有部分节选发表在《金融分析家杂志》（The Financial Analysts Journal）以及《机构投资者》（The Institutional Investor）上。尽管法玛是初出茅庐的新人，但他已引起金融界的注意。

法玛所传达的信息简单而明确：股价的不可预测性是因为股市过于有效。在一个有效的市场里，任何信息的出现都会使许多聪明人（法玛称他们为“理智的最大利润追求者”）充分利用这些信息从而导致价格快速升降，人们还来不及去获利，价格就已经变化了，所以在一个有效市场里对未来的预测是不占有任何地位的，因为股价的变化实在太快了。

法玛承认对有效市场的某种概念进行经验性检验是可能的。另一种办法是找出能够在业绩上超出市场交易的系统，或找出超出市场业绩的券商。如果这些券商存在，这个市场显然是不够有效的；相反，如果没有人能够展示出击败股市的能力，那么我们可以假设股价反映出了所有可得的信息，并且市场是有效的。

这些具有千丝万缕联系的现代证券投资理论，对于发展它们的理论家和研究者来说，可谓津津乐道，乐此不疲，但整个20世纪50年代和60年代，华尔街对此却毫不理睬。彼得·伯恩斯坦给出的理由是：在此期间，证券管理是“未画航海图的领域”。然而，到了1974年这一切都改变了。

毫无疑问，1973~1974年的大熊市迫使投资专业人士去认真考虑学术领域的研究，这些研究提供了控制风险的新方法。过去几十年的盲目投机所造成的深刻伤痛已不容再被忽视。伯恩斯坦说：“1974年的灾难使我确信一定有一种更好的方法来管理证券投资。即使我自己可以面对学术界的理论高墙无动于衷，但来自主要大学的理论体系势如破竹，以至于我无法接受同仁们的关于股市理论纯属骗人的鬼话之说。”

从此，开历史之先河，金融的命运不再掌握在华尔街的手中，甚至也不掌握在企业所有者手里。随着我们的进步，金融的前景将由一批大学教授来描绘，金融专业人士纷纷开始上门求教。在他们的象牙塔内，大学教授成为现代金融的先行者。

## 巴菲特与现代证券投资理论

尽管巴菲特将主要精力集中在伯克希尔-哈撒韦公司的生意上，但他同时也密切关注着股票市场。当大多数投资人士将1973~1974年视为衰落损失的阶段时，巴菲特作为格雷厄姆的学生看到的却是机遇，并且他知道什么时机行动。

巴菲特在斯坦福法学院（Stanford Law School）举行讲座时曾描述过他投资《华盛顿邮报》（The Washington Post）的原因。正如在《杰出投资家文摘》中的专题报道一样，巴菲特后来回忆说：“1974年我们以8000万美元的估价购买了华盛顿邮报公司。在当时，如果你问100位分析家中的任何一位，该公司值多少钱，他们都会无可争议地说值4亿美元。然而，按照 $\beta$ 值和现代证券投资理论，我们没有按照我们的估值，即8000万美元买下公司，而是仅以4000万美元就买下了，这是一件很冒险的事。尽管公司实际值4亿美元，但是它可能会有较多的波动，他们正是在这点上输给了我。”

对华盛顿邮报的购买是一个清楚的信号，它预示着巴菲特已经踏上了一条与多数人士所走的完全不同的路。他对现代金融投资理论的三项主要要素也持有自己清醒的看法。这三项要素为：风险、多元化以及有效市场。



## 巴菲特论风险

忆及前面有关现代投资的理论，风险被界定为股价的波动性，但在巴菲特的投资生涯中，股价下跌一直被视为多赚钱的机遇。股价下挫实际上降低了巴菲特投资的风险，而不是增加了风险。他指出：“作为企业所有者，我们认为作为股票持有者也是这样，学术界对风险的定义实在有失水准，以至于近乎无稽之谈。”

巴菲特对风险另有定义：风险是受到损害或伤害的可能性，它是企业“内在价值风险”的一项要素，而不是股票的价格行为。巴菲特说，真正的风险是投资的税后收益是否“将给他（投资者）带来至少与他开始投资时一样的购买力，还要加上原始投资股本所能带来的利息收益。”按照巴菲特的观点，损害或伤害来源于对四项主要要素的错误判断，而这四项要素（见下面专栏）将决定你投资的未来利润，外加不可控制、不可预测的税收及通胀的影响。

它是一项好的投资吗？

为确保你原始投资股本产生高回报的可能性，巴菲特希望你能将下面四项因素牢记在心：

- 1.企业长期经济特征是否可以肯定地被给予评估。
- 2.管理层是否可以肯定地被评估。不仅企业实现其全部潜能的能力可

以被评估，而且企业英明地使用其现金流量的能力也可被评估。

3.管理层是否可以被充分信赖，保持渠道畅通，使收益得以从企业转入到股民手中而不是被据为己有。

4.企业的购入价。

对巴菲特来说，风险与投资者的投资时间阶段密切相关。他解释说，如果你今天买了一种股票并打算明天卖掉它，那么你就进入了一桩风险买卖。预测股票短期内涨落的成功机会不会比掷硬币预测的结果好到哪儿去，你会有一半时间输掉。然而，如果你延伸你的时间段至几年，并假设你刚开始的购买就是明智的，你卷入危险交易的可能性就大大减小了，这是意味深长的一件事。巴菲特说：“如果你让我分析今晨买入可口可乐股票明晨将其卖出的风险，我会说这是一桩非常有风险的交易。”然而，按巴菲特的思维逻辑，如果今晨购买可口可乐股并且持股10年，这就是一桩零风险的生意。

## 巴菲特论多元化组合

巴菲特对风险的认识推动了他对多元化战略的认识，在这点上他又与现代投资理论唱了反调。你还记得吗？根据那个理论，多元化投资组合的主要好处在于降低个股的价格波动，但如果你对价格波动不感兴趣，像巴菲特那样，你会用另一种眼光看待投资多元化。

巴菲特说：“我们采取的战略与下列标准多元化信条格格不入。许多权威评论者会说我们的战略可能比传统投资者的更具风险。我们认为，如果投资者提升他对企业的关注度，并且提高他对企业经济状况的满意度，然后再购买它们的股票（事实上投资者也应该这样做），那么集中投资的策略反而会降低风险。”这就是说通过有目的地将注意力集中在几家有选择的公司上，你更有可能对它们进行密切的研究，并掌握其内在价值。你对公司了解得越多，你可能遭遇的风险越小。

巴菲特解释说：“多元化只是起到保护无知的作用。如果你想让市场对你不产生任何坏作用，你应当拥有每一种股票，这样做也没有错呀。这对于那些不知如何分析企业情况的人来说是一种完美无缺的战略。”从许多方面来看，现代投资理论保护了那些不知道也不懂得如何评估企业的投资者，但这种保护是有代价的。按照巴菲特的说法：“它（现代投资理论）会告诉你如何计算平均值，但我想任何一个5年级的学生都知道如何计算平均数。”

## 巴菲特论有效市场理论

如果有效市场理论是正确的话，除非靠机遇，否则几乎没有任何个人或团体能取得超出市场的业绩。任何人或团体更无可能持续保持这种超出寻常的业绩。然而巴菲特在过去25年的骄人业绩就是确凿的证据，这是可能的。还有其他几位步巴菲特后尘的聪明券商，他们也打败了市场，其经验证明了产生超出市场业绩的可能性。这对于有效市场理论意味着什么呢？

据巴菲特的观察：“有效市场理论的倡导者似乎从未对与他们的理论不和谐的证据产生过兴趣。很显然，不愿宣布放弃自己的信仰并揭开神职神秘面纱的人不仅仅存在于神学家之中。”

关于有效市场理论为什么不堪一击的主要原因可以总结如下：

投资者不总是理智的。按照有效市场理论，投资者使用所有可得信息在市场上定出理智的价位，然而大量行为心理学的研究表明投资者并不拥有理智期望值。

投资者对信息的分析不正确，他们总是依赖捷径来决定股价，而不是依赖最基本的体现公司内在价值的方法。

业绩衡量杠杆强调短期业绩，这使得从长远角度击败市场的可能性不复存在。

巴菲特与有效市场理论的中心分歧点在于：它没有为那些全面分析可得信息并由此占据竞争优势的投资者提供任何成功的假定前提。“市场经常是有效的这一观察是正确的，但由此得出结论说市场永远是有效的，这就错了。这两个假设的差别如同白天与黑夜。”

然而，有效市场理论（EMT）在商学院里仍被奉为神旨。这个事实带给沃伦·巴菲特无穷的“满意”。巴菲特讽刺性地说道：“很显然，这种对学生和易轻信的投资专业人士的不负责的态度对我们和其他追随格雷厄姆的人来说是最大的帮助，因为他们吞食了有效市场理论的苦果。在任何种类的较量中（金融也好，精神或身体也罢），我们都占有极大的优势。我们的对手被告知市场的不可控性，他们甚至都不用去试。从自私的角度讲，我们或许应该捐助些椅子以确保有效市场理论能被永久地教授下去。”

现代证券理论既已如此，但确有一种战略能够超出市场业绩。这一战略引导我们朝着一个全新的投资管理理论迈进。

## 开发一个新的证券管理理论

今天，投资者正处于一个学术上的交叉路口。左边是现代证券投资理论这条路。现代证券投资理论的假设是：投资者是理智的，市场是有效的，风险则以股价的波动来界定，而唯一降低风险的途径是选股的广泛多元化。右边这条路则是集中证券投资理论，它与前者水火不容，并且基于下面这些不同的信念：

投资者并不总是理性化的，他们也会时常感到恐惧和贪婪。

股市不总是有效的，所以愿意研究和学习的投资者还是有机会击败市场的。

风险不是以价格为基础的，它是以经济价值为基础的。最理想的证券投资是集中投资，它强调在高概率事件上押大赌注，而不是在不同概率事件上押相同分量的赌注。

在人们成功地应用巴菲特所传授的集中投资战略之前，他们必须首先从现代证券投资理论的思维框架中走出来。一般来说，从一个被多数人认为低效的模式中摆脱出来并非难事。毕竟平庸无功并不是什么值得自豪或奖励的事情，但是现代证券投资理论已经被发展了一段时间并已深入人心，它充满了严谨的公式和诺贝尔奖得主的名字。我们也不要期待现代证券投资理论的维护者会轻易转向。对新理论的默许，不论对他们的学术地

位还是对金融资金都将是巨大的威胁。

幸运的是，我们不必从事瓦解现代证券投资理论的工作，未来的事实将会令其土崩瓦解。如果我们听取巴菲特的忠告，我们赢得的成功将会逐步推翻这个低效的模式。尽管现代有偿证券理论有其学术上的重量级人物，我们也应看到集中投资理论的脉系中亦不乏历史上最伟大的投资家，他们包括约翰·梅纳德·凯恩斯、菲利普·费舍尔、查理·芒格、罗·辛普森、比尔·罗纳以及沃伦·巴菲特。

如果你被现代证券投资理论的喋喋不休冲昏了头，请记住本·格雷厄姆对他学生的忠告：“你的对错并不能由多少人反对你来决定。你之所以对，是因为你的数据和逻辑推理是正确的。”

### 第3章 巴菲特派<sup>[1]</sup>的超级投资家们

投资并非一场智力游戏，智商为160的人并不一定能击败智商为130的人。

——沃伦·巴菲特

20世纪20年代中期正当经济处于高涨时期，一位已开始在华尔街崭露头角的年轻人本杰明·格雷厄姆回到了他的母校哥伦比亚大学，并准备在晚间研究生课上讲授证券分析课程。他一直在脑子里筹划写一本这方面的书，他认为授课可以帮助他理清思路。哥伦比亚大学接受了他的提议，并将课程安排在1927年秋季学期。

所有人都对课程的受欢迎程度感到惊讶，但最惊讶的是格雷厄姆本人。来听课的人实在太多，校方只好安排警卫把守大门以便那些提前注册的人能得到座位。在这些听课的人中有一位哥伦比亚大学商学院的年轻助教大卫·多德（David L.Dodd），他获得了听课的机会。第二年听课的需求量更大，许多听课者抱着学习新证券投资技巧的想法坚持将课听完。

再下来是1929年。在冬季的几个里，格雷厄姆忙于为自己和客户应付股市大崩溃所带来的影响，写书的工作就被耽搁了。他曾让他的学生大卫·多德帮助他写作，即便如此，这本具有划时代意义的书直到1934年才得以完成。适时正值大萧条的高峰，书名取为《证券分析》（Security Analysis），可谓直截了当而又没有丝毫的哗众取宠之意。格雷厄姆后来



说，书的拖后完成实属天意，因为它允许我包括进“以痛苦的代价换来的智慧”。

《证券分析》一书是全球公认的一部经典著作。在经过5次再版，并发表65年之后，它仍被大量印刷，它对现代投资界的影响以及本·格雷厄姆对这一行业的巨大贡献无论怎么评价都不为过。

在这部独创性的著作发表50周年的纪念日，哥伦比亚商学院（Columbia School of Business）召开了一次研讨会，纪念这部由两位杰出的本学院教师担纲的具有创见性的作品的发表。巴菲特作为学院最著名的校友之一，同时也是格雷厄姆价值学说最著名的现代倡导者，被应邀做演讲。

出席1984年那天的研讨会的人当中有大学教授、研究员、其他学术界人士以及许多投资专业人士，他们中的许多人仍坚信现代证券投资组合理论和有效市场理论的正确性。巴菲特如我们所知，仍然坚定地反对这一理论。在这次题为“格雷厄姆-多德派的超级投资者们”（The Superinvestors of Graham-and Doddsville）的演讲中，巴菲特讲了一些故事，开了一些并非花俏的玩笑，静静地但却坚决地毁灭了有效市场理论赖以生存的基础。这是一篇沃伦·巴菲特式的经典演讲。

演讲以总结现代证券投资组合理论的中心辩题开始：股市是高效的，所有股票的定价均是合理的，所以任何打败市场的人都属幸运。他说也许是这样，但是我认识一些人，他们就做到了，而且他们的成功绝非幸运二

字所能解释的。

为了对可能是幸运一说给予更合理的解释，他要求在座各位设想一下举行一个全美2.25亿人参加的掷硬币比赛。猜中者的奖筹为1美元。每掷一次，输者退出，赢者留下赌筹，进入下一轮。在经过10轮比赛以后，巴菲特解释道，那剩下的22万个赢者，通过累积筹码已经赚得了1024美元。再经过10轮掷币比赛，剩下的215名赢者就赚得了100万美元。

巴菲特继续说道，现在商学院的教授们在分析了这场全国性比赛之后，会指出那些掷硬币的人没有什么特殊技巧，他们还会争辩，这件事情很容易被2.25亿只大猩猩模仿。

为了慢慢建立起他的逻辑关系，巴菲特承认，从统计学的角度，靠运气，大猩猩的确可能产生同样的结果，但是他请听众设想一下，如果这215个获胜的猩猩中有40个来自于同一家动物园，难道我们就不想问一问他们的管理员给那些现在富得流油的大猩猩吃了些什么吗？

巴菲特说，关键的问题是，任何高度集中发生在某一领域的事件，都有可能是某些不寻常的事情，值得我们去调查。现在他该得出关键性结论了：万一这群独特的获胜成员靠的不是他们吃了什么，而是靠向某人学的手艺呢？

由此，我们进入了巴菲特称之为格雷厄姆-多德派的“学术派”。那天他举的所有例子都是围绕着那些长时间持续击败市场的人，这些人不是靠运气，而是靠遵循同一个人所制定的基本原则，这个人就是本·格雷厄姆。

每位投资者对掷硬币的叫法有所不同，但他们都与一个共同的策略密切相联，这就是要充分利用公司的市场价格与其内在价值的差异。巴菲特解释说：“毫无疑问，我们这些格雷厄姆-多德派的投资者并不讨论 $\beta$ 值、固定资产价格模式或资产回报的协方差，这些不是他们感兴趣的领域。事实上，他们中的多数对界定这些词汇都有困难。”

在以1984年这场演讲为基础的另一篇文章中，巴菲特列示了一些图表。这些图表展示出格雷厄姆-多德派成员的骄人业绩。15年后的今天，对于那些身体力行地实施格雷厄姆的战略，并与巴菲特分享集中投资、大量持股这一价值理念的人的业绩进行重新审视，一定是一件很有趣的事。我将这些人称为巴菲特派的超级投资家们，他们是查理·芒格、比尔·罗纳、罗·辛普森，当然还有巴菲特本人。在他们的业绩记录中有很多可供我们学习的东西，但当我们开始这项调查之前，让我们先来了解一下第一位集中战略投资家。

## 约翰·梅纳德·凯恩斯

许多人是从约翰·梅纳德·凯恩斯对经济理论的贡献中认识并了解他的，然而凯恩斯不仅仅是一位伟大的宏观经济思想家，他还是一位传奇式的投资家。他杰出的投资才能的证据可以在位于剑桥的国王学院（King's College）的切斯特基金（Chest Fund）业绩记录中找到。

1920年以前，国王学院的投资仅限于固定收入债券，然而，当凯恩斯

在1919年被任命为第二财务主管时，他说服受托管人成立了另一个基金，其组成包括普通股、现金和商品期货，这一单独账户就是切斯特基金。从1927年到他去世，凯恩斯一直是这家基金的唯一负责人。

1934年，也就是《证券分析》发表的同一年，凯恩斯给他的一个同事写了一封信（见第1章），信中他解释了为什么他喜欢仅投资于几家公司的原因。4年后，他为切斯特基金准备了一份全面的政策报告，列出了他的投资基本原则：

对几项投资进行仔细选择，考虑它们相对于今后几年的实际和潜在内在价值是否便宜，同时还要考虑到其他供投资的选择。

对这几项大手笔投资稳重持股，绝不动摇，直到几年后投资收益稳操胜券或此投资证明是错误时方可放手。

建立一个平衡的投资地位，尽管个股持股量大，风险却是多种多样的，如果可能只有相对风险。

我对凯恩斯投资策略的体会是，他是一位集中投资家。他将他的股票限制在认真选择的几种之内；他依赖对所选股的股值与其股价进行估算这一基本分析原则。他喜欢将投资周转率保持在一个非常低的水平上。他认识到将风险分散化的重要性。我认为为了实现风险的相对性，他的战略是将投资集中在具有不同经济地位的高质量、可预测的企业之上。

凯恩斯的业绩如何呢？对表3-1的简要研究表明，他的选股和证券管理

技巧都是杰出的。在过去的18年里，切斯特基金取得了平均年回报率为13.2%的业绩，而英国股市的回报却停留在持续低迷的状态。考虑到这一阶段既包括了大萧条也包括了第二次世界大战，我们不得不说凯恩斯的业绩是非凡的。

表 3-1 约翰·梅纳德·凯恩斯

| 年度   | 百分比的变化 (%) |       |
|------|------------|-------|
|      | 切斯特基金      | 英国市场  |
| 1928 | 0.0        | 0.1   |
| 1929 | 0.8        | 6.6   |
| 1930 | -32.4      | -20.3 |
| 1931 | -24.6      | -25.0 |
| 1932 | 44.8       | -5.8  |
| 1933 | 35.1       | 21.5  |
| 1934 | 33.1       | -0.7  |
| 1935 | 44.3       | 5.3   |
| 1936 | 56.0       | 10.2  |
| 1937 | 8.5        | -0.5  |
| 1938 | -40.1      | -16.1 |
| 1939 | 12.9       | -7.2  |
| 1940 | -15.6      | -12.9 |
| 1941 | 33.5       | 12.5  |
| 1942 | -0.9       | 0.8   |
| 1943 | 53.9       | 15.6  |
| 1944 | 14.5       | 5.4   |
| 1945 | 14.6       | 0.8   |
| 平均回报 | 13.2       | -0.5  |
| 标准偏差 | 29.2       | 12.4  |
| 最低回报 | -40.1      | -25.0 |
| 最高回报 | 56.0       | 21.5  |

即便如此，切斯特基金仍有了几番痛苦的经历。在三个不同的年度（1930、1938和1940年）它的价值都跌至整体市场水平之下。“从基金财富的大起大落中，我们看到基金比市场的波动更加剧烈。”确实，如果我们看切斯特基金的标准偏差，会发现它比总体市场的波动率高近乎2.5倍。毫无疑问，基金投资者经历了“颠簸的旅途”，但最终他们取得了比市场高出许多百分点的成绩。

假如你认为凯恩斯作为宏观经济学家，不过掌握了适时进出市场的技巧，那就让我们再来看一看他的投资策略。

“在交易周期的不同阶段，掌握股票的系统移动规律，适时买卖股票，的确可以使投资商占有很大优势，但我们还未能证明自己占有这一优势。基于这些经验，我很清楚研究整体股价移动的想法是不切实际的，也是不可取的，原因多种多样。多数人企图低价买入、高价卖出，但总是晚一步，并经常发生低价卖出、高价买入的情况。长此以往，必将损失惨重并造成心事重重、投机心切的心态。如果这种心态蔓延开来，不但会产生严重的社会问题，更会加剧市场波动幅度。”

[1] “巴菲特派”是从Baffettville翻译过来的，意指与巴菲特有相似投资理念的人。——译者注

## 巴菲特的合伙公司

当本·格雷厄姆解散了他的投资公司，沃伦·巴菲特于1956年回到奥玛哈时，他开始筹建自己的合伙投资有限公司，这已在第2章中提到过。当开张时，合伙公司共有基金10.5万美元，这是7个合伙人的共同资产，外加巴菲特的100美元。他为自己设立了一个目标：每年击败道琼斯工业平均股指10个百分点。他不仅达到了这个目标，而且远远超过了这个目标。在这个合伙公司成立的13年里，它的年平均回报比道琼斯高22%。在这13年里，他从未有一年输给市场。到1965年，合伙企业的资产达到2600万美元。

巴菲特合伙公司的经营是1957~1969年，这期间它的回报（见表3-2）既是显著的，又多少有些反常。它的显著之处在于，巴菲特在这段时间里击败了道琼斯平均年回报，比它高出22%；它的反常之处在于，他取得如此高的回报却没有太多的波动。注意在表3-2中，他的标准差比道琼斯的还要低，而标准差是表现波动的另一种方法。巴菲特以他那特有的谦逊口吻静静地说道：“不管用什么方法计算，我认为这个结果是令人满意的。”



表 3-2 巴菲特合伙企业

| 年度   | 年度百分比的变化（%） |           |
|------|-------------|-----------|
|      | 合伙企业        | 道琼斯工业平均指数 |
| 1957 | 10.4        | -8.4      |
| 1958 | 40.9        | 38.5      |
| 1959 | 25.9        | 20.0      |
| 1960 | 22.8        | -6.2      |
| 1961 | 45.9        | 22.4      |
| 1962 | 13.9        | -7.6      |
| 1963 | 38.7        | 20.6      |
| 1964 | 27.8        | 18.6      |
| 1965 | 47.2        | 14.2      |
| 1966 | 20.4        | -15.6     |
| 1967 | 35.9        | 19.0      |
| 1968 | 58.8        | 7.7       |
| 1969 | 6.8         | -11.6     |
| 平均回报 | 30.4        | 8.6       |
| 标准偏差 | 15.7        | 16.7      |
| 最低回报 | 6.8         | -15.6     |
| 最高回报 | 58.8        | 38.5      |

他是如何做到的呢？他是如何避免常与集中投资相连的波动风险的呢？有两条可供解释的原因。首先，可能他拥有的证券的价格以不同的方式移动。尽管我肯定他没有刻意构造低协变性投资证券，但拥有经济种类不同的企业股也很有可能使旅途平坦，不太颠簸。其次，另一个可能的而且似乎更能说明问题的解释是，巴菲特小心谨慎、固守原则地选择那些具有高内在价值而市场价格又被大幅打压的股票，这就起到限制价格走低的风险，而又给投资者带来潜在上升的实惠。

## 查理·芒格的伙伴性合作

沃伦·巴菲特常被人们称做世界上最伟大的投资家，而这一盛名对他也是名副其实的。然而伯克希尔-哈撒韦公司这么多年来杰出业绩不仅仅来自巴菲特，同时也出自于副总裁查理·芒格的英明领导。尽管我们将伯克希尔的投资业绩归于总裁的名下，但我们绝不要忘记查理本人也是一位杰出的投资家。凡是参加过伯克希尔年度会议的股东们，或者在《杰出投资家文摘》上读到过查理的思想的人，都会意识到他是一位多么优秀的学者。

巴菲特说：“我大约是在1960年遇见查理的，我告诉他法律作为爱好还是不错的，但他可以做得更好。”查理是哈佛大学法学院的毕业生，当时他在洛杉矶拥有一家蒸蒸日上的事务所，然而巴菲特说服查理进入了投资业，查理的投资天赋可以在表3-3中找到。巴菲特解释说：“他的证券投资集中在少许几家证券上，所以他的记录比别人的波动要大得多，但是他对证券的管理遵循了同样的价格与价值反差的策略。”查理跟随格雷厄姆的证券管理方法，只对那些以低于公司内在价值出售的公司感兴趣。“他愿意接受业绩中的高峰与低谷，而且他碰巧是那种从心里就倾向于集中投资的人。”

表 3-3 查理·芒格合伙公司

| 年度   | 年度百分比的变化（%） |           |
|------|-------------|-----------|
|      | 合伙企业        | 道琼斯工业平均指数 |
| 1962 | 30.1        | -7.6      |
| 1963 | 71.7        | 20.6      |
| 1964 | 49.7        | 18.7      |
| 1965 | 8.4         | 14.2      |
| 1966 | 12.4        | -15.8     |
| 1967 | 56.2        | 19.0      |
| 1968 | 40.4        | 7.7       |
| 1969 | 28.3        | -11.6     |
| 1970 | -0.1        | 8.7       |
| 1971 | 25.4        | 9.8       |
| 1972 | 8.3         | 18.2      |
| 1973 | -31.9       | -13.1     |
| 1974 | -31.5       | -23.1     |
| 1975 | 73.2        | 44.4      |
| 平均回报 | 24.3        | 6.4       |
| 标准偏差 | 33.0        | 18.5      |
| 最小回报 | -31.9       | -23.1     |
| 最高回报 | 73.2        | 44.4      |

注意，巴菲特在描述查理的业绩时，并没有使用风险二字。按照传统的风险定义（价格的波动性），我们应当说查理的合伙投资是极具风险的，但以18个百分点打败市场年平均水平又并非是一个风险人之所为。相反，这是一个精明的投资家的做法，他能够将注意力集中在几家难得的好股票上，这些股票目前的售价大大低于估算的市值。

## 红杉基金

巴菲特首次遇见比尔·罗纳是在1952年。当时俩人都在哥伦比亚大学听格雷厄姆的证券分析课。两位同窗一直保持着联系，巴菲特关注着罗纳的投资业绩，心里充满敬慕之情。当1969年巴菲特关闭他的合伙投资公司时，他找到了罗纳。“我问罗纳是否愿意接手我们的投资伙伴，于是他成立了红杉基金。”

俩人人都知道适时建立共同基金的时机不对，但罗纳只能硬着头皮上。股市当时正在分裂成两层市场。多数游资都朝着时髦的50家公司云集，诸如响当当的大公司IBM公司和施乐（Xerox）公司，而将增值股远远地甩在了后面。巴菲特指出，尽管增值投资者的相对业绩在开始时很难看出来，“我很高兴地看到我的伙伴们不仅跟定了他，而且还追加了投资，这使我有些惊讶，但他们最终均获得快乐的投资回报。”

红杉基金是一个真正的开拓者。这是第一家以集中投资为指导原则进行投资的基金。我们拥有红杉持股的对外公布的记录，它清楚地表明比尔·罗纳和他的合伙人里克·卡尼夫（Rick Cuniff）管理着一家高度集中、低周转率的证券投资公司。红杉基金平均拥有6~10家公司的证券，这些证券占了总体投资的90%以上。即使如此，证券所涉及的经济领域在过去是，今后还将是广泛而多元化的。罗纳曾多次指出，尽管红杉基金是一家集中证券投资公司，但它拥有各种各样的企业，包括商业银行、制药、汽车和财

产损失保险。

比尔·罗纳的观点从很多方面讲都在共同基金管理者中独树一帜。一般情况下，多数投资管理都是以某种事先想好的投资组合概念作为出发点，然后用各种不同的股票去填充投资组合。在罗纳·卡尼夫公司，他们从选择最佳的好股这一观念出发，然后让投资组合围绕着这些选择进行。

选择尽可能的好股当然需要做大量高水平的研究，在这点上罗纳·卡尼夫公司又一次有别于本行业的其他公司。这家公司已经建立起资金管理行业最聪明的作坊之一的美誉，它避而不用华尔街为券商准备的研究报告，而是依赖本公司自己对公司进行的广泛调查。罗纳曾说过：“我们不是为公司的头衔而做调查分析，如果是这样，我的名片上就会写着‘比尔·罗纳——研究分析家’。”

这个观点在华尔街也是独特的。他解释说：“在华尔街典型的做法是，人们以‘分析员’的身份开始其职业生涯，但他们不断激励自己，以便能被提拔到更有名望的‘投资券商’的地位。这个地位被认为更独特也更有用。相反，我们一直认为，如果你是一位长期的投资者，分析员的地位是至关重要的，有了正确的分析，资金管理工作就水到渠成了。”

这一独特的策略究竟为公司的股民带来了多少好处呢？表3-4列举了红杉基金1971~1997年的投资业绩。在此期间，红杉基金与标准普尔500的14.5%的回报相比，取得了平均年回报19.6%的业绩。像其他集中投资一样，红杉基金取得了高于平均回报的成绩，但有较大的波动。在此期间，

市场的标准偏差（你可能已知这是表示波动大小的一种方法）是16.4%，而红杉基金为20.6%。有些人将此称之为高风险，但以罗纳·卡尼夫公司选股的细腻和努力，这个传统的定义在此并不适用。

表 3-4 红杉基金公司

| 年度   | 年度百分比的变化（%） |             |
|------|-------------|-------------|
|      | 红杉基金        | 标准普尔 500 指数 |
| 1972 | 3.7         | 18.9        |
| 1973 | -24.0       | -14.8       |
| 1974 | -15.7       | -26.4       |
| 1975 | 60.5        | 37.2        |
| 1976 | 72.3        | 23.6        |
| 1977 | 19.9        | -7.4        |
| 1978 | 23.9        | 6.4         |
| 1979 | 12.1        | 18.2        |
| 1980 | 12.6        | 32.3        |
| 1981 | 21.5        | -5.0        |

(续)

| 年度   | 年度百分比的变化 (%) |             |
|------|--------------|-------------|
|      | 红杉基金         | 标准普尔 500 指数 |
| 1982 | 31.2         | 21.4        |
| 1983 | 27.3         | 22.4        |
| 1984 | 18.5         | 6.1         |
| 1985 | 28.0         | 31.6        |
| 1986 | 13.3         | 18.6        |
| 1987 | 7.4          | 5.2         |
| 1988 | 11.1         | 16.5        |
| 1989 | 27.9         | 31.6        |
| 1990 | -3.8         | -3.1        |
| 1991 | 40.0         | 30.3        |
| 1992 | 9.4          | 7.6         |
| 1993 | 10.8         | 10.0        |
| 1994 | 3.3          | 1.4         |
| 1995 | 41.4         | 37.5        |
| 1996 | 21.7         | 22.9        |
| 1997 | 42.3         | 33.4        |
| 平均回报 | 19.6         | 14.5        |
| 标准偏差 | 20.6         | 16.4        |
| 最低回报 | -24.0        | -26.4       |
| 最高回报 | 72.3         | 37.5        |

## 罗·辛普森

1996年年初，伯克希尔-哈撒韦公司完成了对政府就业保险公司（GEICO）的并购。当时，它是美国第7大汽车保险公司。这是一个长期的利润丰厚的合作的顶峰。

在那些长期跟随巴菲特的人当中，政府就业保险公司这个名字并不陌生。这家公司在伯克希尔-哈撒韦公司拥有令人崇敬的地位。巴菲特是在1951年被他的老师介绍给这家公司的。当时本·格雷厄姆是这家公司的董事之一。以真正的巴菲特风格，沃伦·巴菲特在1月份一个寒冷的星期六早晨来到政府就业保险公司总部，进一步了解企业的状况。当时身为总裁助理，后荣升为公司总经理的劳瑞默·戴维森（Lorimer Davidson）为他进行了政府就业保险公司竞争优势的简要介绍。

当他回到奥玛哈他父亲的证券代理公司以后，他就集中全力为其客户购买政府就业保险公司的股票，他甚至为《商业财经编年》（The Commercial and Financial Chronicle）撰写了一篇题为“我最喜欢的证券”的有关政府就业保险公司的研究报告。到了1951年年底，年轻的巴菲特已将其净资产的65%（价值1万美元）投在了政府就业保险公司上。

20世纪70年代初期，政府就业保险公司遇上了麻烦。几年持续的证券价格下挫所造成的损失几乎使这家公司破产，然而巴菲特应用他自己的原则，不为所动。他坚信，他拥有的是一家坚固的公司，它目前正遭遇困



难，这使得它的股价不具优势，于是他开始买进。到1980年，通过伯克希尔-哈撒韦公司，他已累积了政府就业保险公司33%的股本，价值4570万美元。

与此同时，巴菲特进行了另一笔买入。这笔“买入”对政府就业保险公司今后的金融健康有直接的益处，这个买入的人就是罗·辛普森。

辛普森在1979年被巴菲特吸引进政府就业保险公司之前，曾在斯坦·罗-法罕公司（Stein Roe & Farnham）以及西部资产管理公司（Western Asset Management）工作，他是普林斯顿大学的经济学硕士。忆及对辛普森工作的面试情况，巴菲特记得罗拥有“理想的投资性情”。据巴菲特说，罗是一位独立的思考者，他对自己的研究很有信心，而且“他对从众操盘或逆众操盘都没有特殊的乐趣”。

罗是一位贪婪的读者。他忽略华尔街的研究，而对年度报告情有独钟。他对普通股的选股过程与巴菲特极为相似。他仅购买高回报率的企业，而且这个企业由能人掌管且低价可得。罗还在其他方面与巴菲特有共同点，他只盯住几种股票做。政府就业保险公司的几十亿美元的证券资产照惯例只拥有10种以下的股票。

1980~1996年间，政府就业保险公司的资产回报率取得了年平均24.7%的好成绩，相比较之下市场的回报率为17.8%（见表3-5）。巴菲特说：“这些不仅仅是令人兴奋的数字，而且更重要的是，这些业绩是用正确的方法得来的。罗坚持不懈地投资于低于真正价值的普通股，这些个股不太可能

会使他产生永久性损失，总体个股放在一起就近乎于无风险。”这再次证明在巴菲特心目中，风险与波动毫无关系。风险是由一段时期内个股能够产生的利润的肯定性所决定的。

辛普森的作派和投资风格与巴菲特的思维方式丝丝相扣。巴菲特说：“罗采取的是同样保守的集中投资策略，与我们在伯克希尔做的一样，有他加盟董事会定会为我们增色不少。”巴菲特对辛普森赞赏有加。“我们很少让人插手我们已经掌握控制权的企业和资金流动，但是我们很愿意让罗做，他的出现确保伯克希尔公司后继有人。万一某些事情发生在我和查理身上，公司仍有一位杰出的专业人士马上到场处理投资事宜。”

凯恩斯、巴菲特、芒格、罗纳、辛普森，很明显，巴菲特派的超级投资者们似乎拥有一种共同的投资策略，他们共同的信念是：降低风险的方法是购买安全边际系数高的股票（也就是说，公司的内在价值与当今市价之间存在有利差异的股票）。他们还设法将投资组合集中在少量几种高概率的公司上，这不仅可以降低风险，而且还帮助产生大大高于市场回报率的收益。

表 3-5 罗·辛普森，政府就业保险公司

| 年度   | 年度百分比的变化（%） |             |
|------|-------------|-------------|
|      | 政府就业保险公司资产  | 标准普尔 500 指数 |
| 1980 | 23.7        | 32.3        |
| 1981 | 5.4         | -5.0        |
| 1982 | 45.8        | 21.4        |
| 1983 | 36.0        | 22.4        |
| 1984 | 21.8        | 6.1         |
| 1985 | 45.8        | 31.6        |
| 1986 | 38.7        | 18.6        |
| 1987 | -10.0       | 5.1         |
| 1988 | 30.0        | 16.6        |
| 1989 | 36.1        | 31.7        |
| 1990 | -9.1        | -31.1       |
| 1991 | 57.1        | 30.5        |
| 1992 | 10.7        | 7.6         |
| 1993 | 5.1         | 10.1        |
| 1994 | 13.3        | 1.3         |
| 1995 | 39.7        | 37.6        |
| 1996 | 29.2        | 37.6        |
| 平均回报 | 24.7        | 17.8        |
| 标准偏差 | 19.5        | 14.3        |
| 最小回报 | -10.0       | -5.0        |
| 最高回报 | 57.1        | 37.6        |

当我们指出这些成功的集中投资家时，还是有许多人持怀疑态度：也许他们的成功是基于他们之间密切的专业联系。但是所有这些炒家选择的却是不同的股票。巴菲特持的股不是芒格所持有的；芒格持的股不是罗纳持有的股；罗纳又与辛普森持有不同的股；没有人与凯恩斯持有相同的股。

哦，这倒是真的，但怀疑家们还会说你只给我们举了5个集中投资家的

例子，5项观察还不足以得出统计学上有意义的结论。在拥有千千万万资产管理券商的行业里，5个成功的例子仅仅是偶然的机遇。

这很公平。为了驳斥这种5个巴菲特派的超级投资家充其量不过是统计学上的过失的观点，我们有必要探求更广阔的领域。不幸的是，我们没有大量的集中投资者可供研究，那么我们怎么办呢？通过走进统计实验室，并设计一个包罗万象的拥有1.2万个证券组合的世界。

## 3000个集中投资者

利用普通股投资回报的计算机统计数据库，我们分离出1200家公司，这些公司展示出许多可供测量的数据，包括总收入、净收益、资产回报。获取数据的期限是1979~1986年。然后，我们让计算机进行随意组合，从这1200家公司中组合出1.2万种规模不同的证券投资组合。

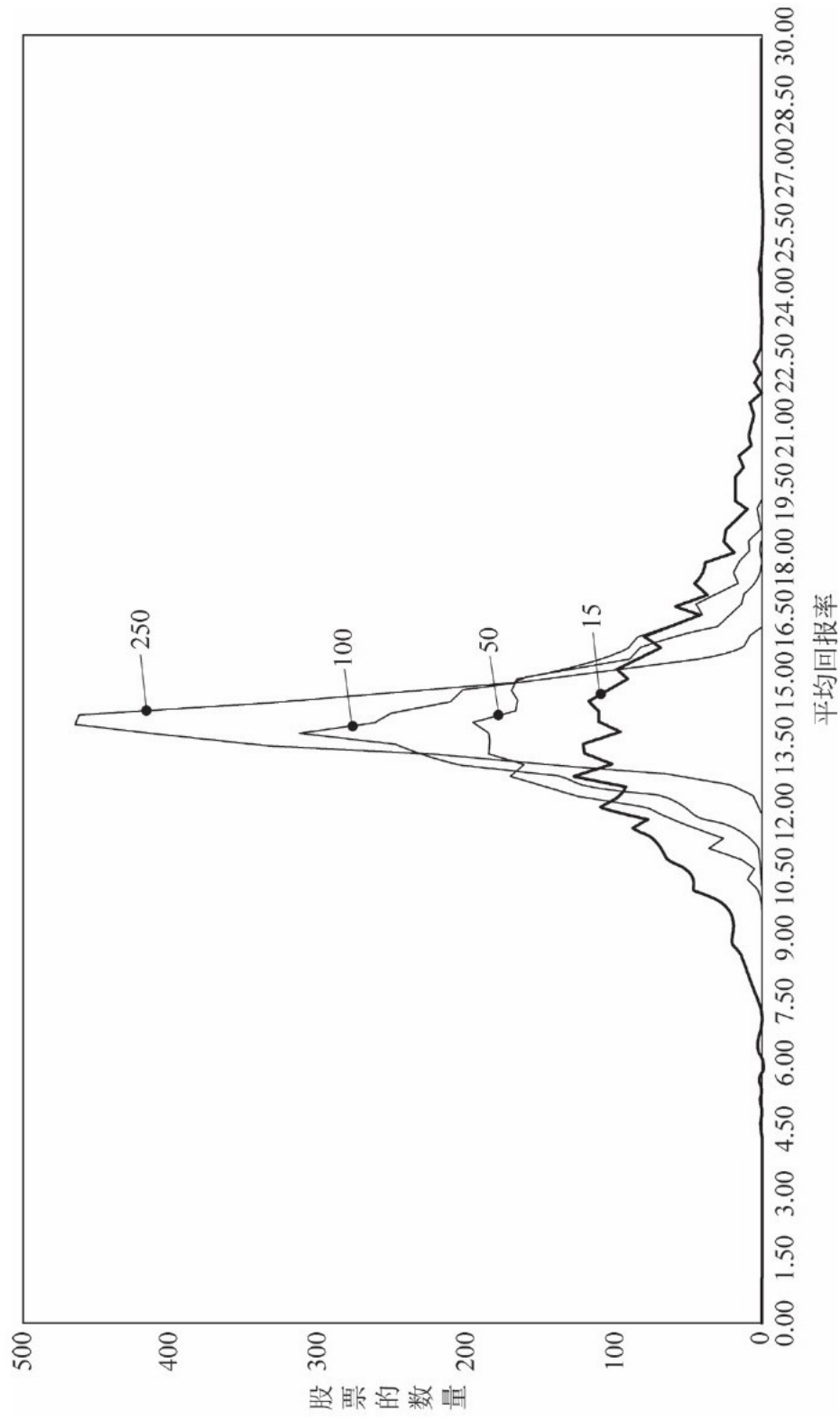
1.3000组包括250种股票的证券投资组合。

2.3000组包括100种股票的证券投资组合。

3.3000组包括50种股票的证券投资组合。

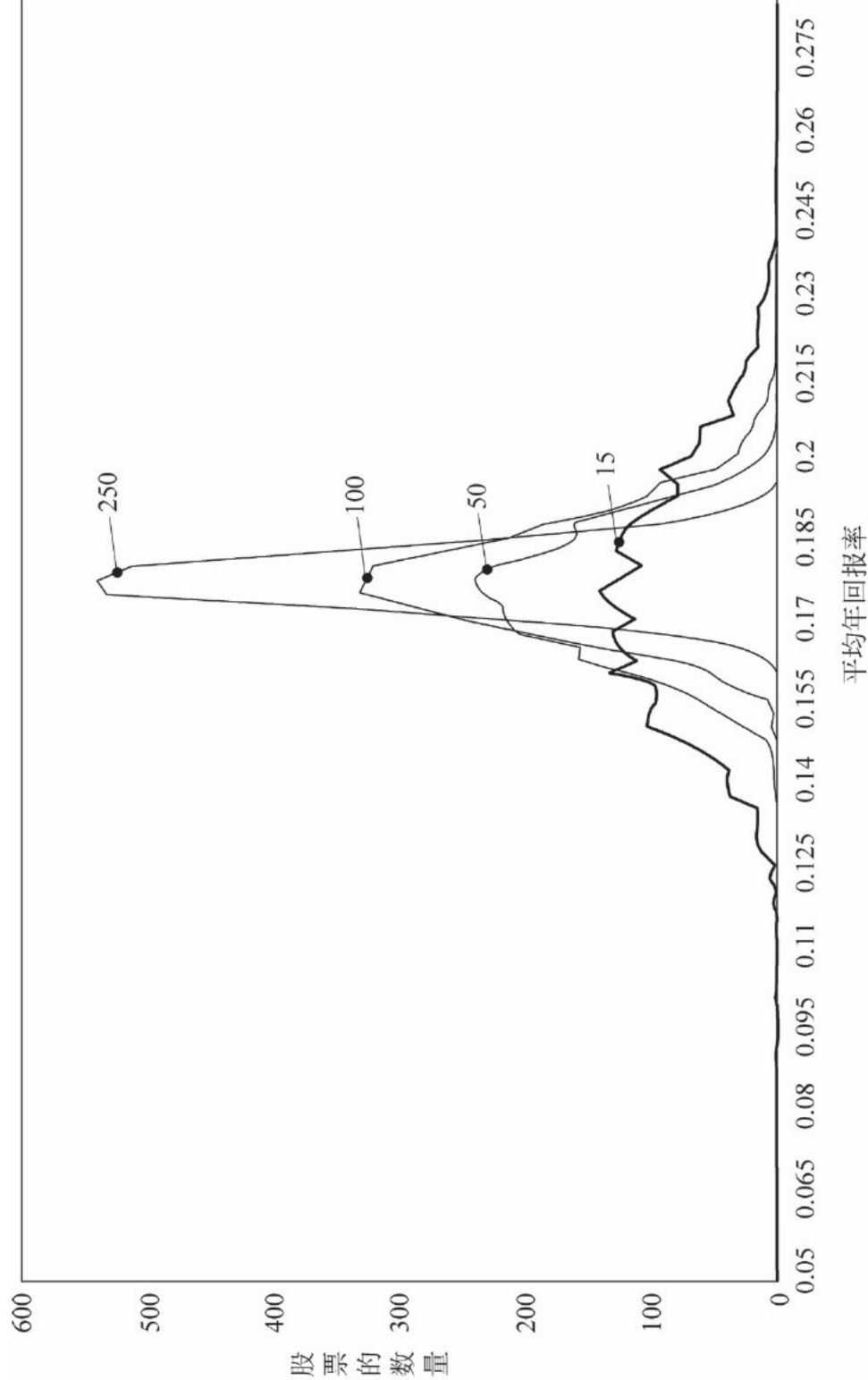
4.3000组包括15种股票的证券投资组合。

然后，我们计算每类证券投资组合中每种投资组合的平均年回报率，并按10年和18年两个时间段分别计算。两个时间段所获得的收益分布图如图3-1和图3-2所示。最后我们将四类不同投资组合的回报与同期标准普尔500综合价格指数相比较。用上述做法我们得出一个关键性结论：在任何情况下，只要我们减少证券投资组合中股票的数量，我们获得高于市场回报率的可能性就将增加。



|      | 15 种股票( % ) | 50 种股票( % ) | 100 种股票( % ) | 250 种股票( % ) | 标准普尔 500 指数( % ) |
|------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------|
| 平均回报 | 13.75       | 13.87       | 13.86        | 13.91        | 15.23            |
| 标准偏差 | 2.78        | 1.54        | 1.11         | 0.65         |                  |
| 最低回报 | 4.41        | 8.62        | 10.02        | 11.47        |                  |
| 最高回报 | 26.59       | 19.17       | 18.32        | 16.00        |                  |

图 3-1 10年期 ( 1987~1996年 )



|      | 15 种股票 (%) | 50 种股票 (%) | 100 种股票 (%) | 250 种股票 (%) | 标准普尔 500 指数 (%) |
|------|------------|------------|-------------|-------------|-----------------|
| 平均回报 | 17.34      | 17.47      | 17.57       | 17.61       | 16.32           |
| 标准偏差 | 2.21       | 1.26       | 0.88        | 0.52        |                 |
| 最低回报 | 8.77       | 13.56      | 14.71       | 16.04       |                 |
| 最高回报 | 25.04      | 21.80      | 20.65       | 19.20       |                 |



图 3-2 18年期 ( 1979~1996 )

让我们更深入地了解一下，从10年期的图3-1开始。所有四类证券投资组合的平均年回报率都在13.8%左右，而同期标准普尔500的平均回报率为15.2%，比它们略高些。我们应记住两点：一点是标准普尔500指数是以那些最大型公司为主体的权重指数；另一点是我们考虑的时间段恰逢大资本公司做得最好的时期。在我们的研究中，我们的证券投资组合被赋予相同的权重，它们既包括大公司股票也包括中小型公司的股票，所以我们可以说这4类“实验室”证券投资组合的表现几乎与市场的总体水平持平。

当我们观察最少种股票组/最多种股票组——每组最差表现与最佳表现时，这项实验就变得越发有趣。下面是我们得出的结论：

在250种股票的证券投资组合里，最高回报为16.0%，而最低回报为11.4%。

在100种股票的投资组合组里，最高回报为18.3%，最低回报为10.0%。

在50种股票的那一组里，最佳回报为19.1%，而最差回报为8.6%。

在15种股票的那一组里，最佳回报为26.6%，而最差回报为4.4%。这一组就是研究中的集中证券投资组合，而且只有这一组的最佳回报比标准普尔500指数高很多。

同样的相关趋势亦可在长期（18年）阶段中（图3-2）找到。拥有少量证券的投资组合比拥有大量证券的投资组合产生更高或更低的回报。这些结果导致两个不可忽略的结论：

拥有集中投资组合你会有更大的机会打败市场。

拥有集中投资组合你会有更大的机会输给市场。

为了给怀疑家们加深第一个结论的印象，我们发现10年期的数据有一些重要的统计结论。

在3000种15只股票的投资组合中，有808种投资组合击败市场。

在3000种50只股票的投资组合中，有549种投资组合击败市场。

在3000种100只股票的投资组合中，有337种投资组合击败市场。

在3000种250只股票的投资组合中，有63种投资组合击败市场。

我将上述结论作为强有力的证据证明：证券拥有数量减少，击败市场的可能性增加。拥有15只股票，你击败市场的概率是4:1，而拥有250只股票你击败市场的概率是50:1。

另一项需要考虑的重要事宜是：在我们的研究中，我们没有将交易费用的作用考虑在内。很显然，周转率越高，交易成本也越大。如果这些已付费用被加进我们的图中，年回报率曲线就应向左移动，这将使得击败市场平均回报水平更难。

上述的第2个结论则更强调了英明选股的至关重要。巴菲特派的超级投资家们个个都是超级选股能手，这绝非偶然。如果你没有适时买入应买的公司股票，你的不佳业绩亦会十分引人注目。然而我们还是认为那些超级投资家所赢得的超级回报完全出于他们愿意将他们的证券集中在最好的创意投资组合上，这一点在下面即将分析的伯克希尔-哈撒韦的普通股证券投资组合中表现得淋漓尽致。

## 伯克希尔-哈撒韦

在过去的33年中（1965~1997年）伯克希尔-哈撒韦的每股账面价值以平均每年24.9%的幅度增长，这几乎是标准普尔500综合指数的两倍（见表3-6）。以这种增长速率，伯克希尔的每股账面价值每隔2.9年就翻一倍。现在你知道为什么伯克希尔公司有这么多的百万富翁了吧。在过去的30年里，他们一直以高于平均的增长率增长着。

表 3-6 伯克希尔－哈撒韦公司

| 年度   | 年度百分比的变化（%） |             |
|------|-------------|-------------|
|      | 伯克希尔每股账面价值  | 标准普尔 500 指数 |
| 1965 | 23.8        | 10.0        |
| 1966 | 20.3        | -11.7       |
| 1967 | 11.0        | 30.9        |
| 1968 | 19.0        | 11.0        |
| 1969 | 16.2        | -8.4        |
| 1970 | 12.0        | 3.9         |
| 1971 | 16.4        | 14.6        |
| 1972 | 21.7        | 18.9        |
| 1973 | 4.7         | -14.8       |
| 1974 | 5.5         | -26.4       |
| 1975 | 21.9        | 37.2        |
| 1976 | 59.3        | 23.6        |
| 1977 | 31.9        | -7.4        |
| 1978 | 24.0        | 6.4         |
| 1979 | 35.7        | 18.2        |
| 1980 | 19.3        | 32.3        |
| 1981 | 31.4        | -5.0        |
| 1982 | 40.0        | 21.4        |

(续)

| 年度   | 年度百分比的变化 (%) |             |
|------|--------------|-------------|
|      | 伯克希尔每股账面价值   | 标准普尔 500 指数 |
| 1983 | 32.3         | 22.4        |
| 1984 | 13.6         | 6.1         |
| 1985 | 48.2         | 31.6        |
| 1986 | 26.1         | 18.6        |
| 1987 | 19.5         | 5.1         |
| 1988 | 20.1         | 16.6        |
| 1989 | 44.4         | 31.7        |
| 1990 | 7.4          | -3.1        |
| 1991 | 39.6         | 30.5        |
| 1992 | 20.3         | 7.6         |
| 1993 | 14.3         | 10.1        |
| 1994 | 13.0         | 1.3         |
| 1995 | 43.1         | 37.6        |
| 1996 | 31.8         | 23.0        |
| 1997 | 34.1         | 33.4        |
| 平均回报 | 24.9         | 12.9        |
| 标准偏差 | 13.0         | 16.4        |
| 最低回报 | 4.7          | -26.4       |
| 最高回报 | 59.3         | 37.6        |

账面价值是判断一个公司在长时间里进步的一个很好的测量方法，但是它混淆了我们对证券管理的分析。伯克希尔的账面价值既包括了它的普通股，也包括了它的固定收入投资和控股企业。与伯克希尔账面业绩记录混为一谈，搅在一起的还有希茜糖果店（See's Candy Shop）、内布拉斯加家具店（Nebraska-Furniture Mart）、布法罗新闻报（Buffalo News）、安全飞行公司（Flight Safety）以及司考特·费泽公司（Scott Fetzer）。如果我们抛开所有这些非普通股投资，单独分析伯克希尔的证券投资又会怎样

呢？结果是令人瞠目的。

在这项分析中，我们将伯克希尔的股票资产单独列出，使用的是1988~1997年的年度报告（见表3-7）。我们的研究仅限于公司持有的主要上市公司，而忽略那些不知名的“其他普通股持股”。因为这些股的名称我们无从得知，又因为这些散股仅代表股票资产的很小一部分，所以将它们的收益排除在外不会使研究产生太大的变化。还有一点防止误解的说明：伯克希尔是在年底公布其所持有的普通股。为了我们的目的，我们假定伯克希尔所有的股票都是从1月1日起拥有。尽管假设巴菲特在一年的任何时间里都享有全年的收益是不对的，但巴菲特的许多股票的确是全年持有的，而且我们是以10年期进行分析，这点偏差我认为是不重要的。

表 3-7 伯克希尔－哈撒韦公司

| 年份    | 股票资产收益<br>(%) | 同等加权收益<br>(%) | 2% 加权收益<br>(%) | 标准普尔 500 收益<br>(%) |
|-------|---------------|---------------|----------------|--------------------|
| 1988  | 11.9          | 11.0          | 16.0           | 16.6               |
| 1989  | 53.1          | 38.3          | 32.3           | 31.7               |
| 1990  | 2.7           | -9.8          | -3.9           | -3.1               |
| 1991  | 55.5          | 52.7          | 33.5           | 30.4               |
| 1992  | 24.2          | 31.1          | 11.4           | 7.6                |
| 1993  | 11.7          | 19.5          | 11.6           | 10.1               |
| 1994  | 15.3          | 8.0           | 2.6            | 1.3                |
| 1995  | 43.6          | 43.2          | 38.3           | 37.6               |
| 1996  | 37.5          | 29.6          | 24.0           | 23.0               |
| 1997  | 38.5          | 46.1          | 35.4           | 33.4               |
| 平均年收益 | 29.4          | 27.0          | 20.1           | 18.9               |

我是第一个对伯克希尔在过去10年中的主要普通股的收益情况感兴趣

的人。表3-7中显示出这一组的年平均收益为29.4%,比标准普尔500的18.9%高出许多。

多数关心沃伦·巴菲特生涯的人都知道，他擅长做可口可乐公司股。巴菲特在过去这些年里对可口可乐公司下的大赌注，为他获取了可观的收益。1988年，当巴菲特开始购买可口可乐股时，它占据了伯克希尔股票资产中普通股部分的20.7%。1991~1997年，可口可乐的比例上升到占公司普通股的34.2%和43%（见附录A中的表A-1~表A-10）。1988~1997年的10年间，可口可乐公司的表现如何呢？它的业绩几乎是正常市场的2倍；它的平均年回报率为34.7%，而市场是18.8%，对巴菲特而言，将他的头寸集中在可口可乐的周围为他带来了高额的利润。这是他对高概率事件下的一个大赌注。

如果巴菲特没有将大部分头寸压在某些股上，而是将他的股票每年自始至终保持平衡状态，那又将会怎样呢？为了做到这一点，他就不得不卖掉一些头寸过大的股票以期达到与其他股一致。权重相同的持股方法会使伯克希尔的回报率降至27.0%的水平，比集中持股低近乎2.5%。

让我们进行最后一步的分析。假设巴菲特不拥有集中股票投资组合，而广泛地拥有50种多元化的股票投资组合。让我们进一步假设伯克希尔所持主要股票中每一种股票均占2%的权重（如附录A中表A-1~表A-10所列，构成50种股票的投资组合），而且股票构成的均衡性产生与市场持平的收益。尽管这种虚构出来的包括一组均衡股票的结构不会比市场的业绩好，但平均来讲也不会差到哪里去。这种杜撰出来的股票投资组合是由伯克希

尔公司的实际股票加上市场平均收益股票联合构成的，只不过所有股的权重都为2%。这样的投资组合在同期产生的平均收益率为20.1%，比市场平均水平仅高出1.2%。

综上所述，我们可以清楚地看到集中股票投资组合可以带来最佳的结果。同比权重的股票投资组合也可以击败市场，但业绩分散到各股后降到只超过市场3%，最后虚构的50种股票投资组合，尽管业绩仍可打败市场平均水平，但它却是最差的结果，比原有的好收益降低了整整9个百分点。

我们对伯克希尔的资产进行如此分析的目的就是要展示：尽心尽力对高概率事件进行集中股票投资会产生最令人满意的收益。这个分析的目的与前面所进行的对15种、50种、100种及250种股票投资组合进行分析的目的是一样的。相反，不动脑筋地企图以多种不同名称的股票按相同的比重扩大股票的构成，将会使收益与市场持平。当你除去佣金、减去开销，并对收益进行调整时，你开始明白，你为什么很难在业绩上超出市场了，因为你拥有几百种股票，而且还在不断地买进卖出。



## 平面地球协会

当沃伦·巴菲特1984年在哥伦比亚大学做演讲时，他进行了一项讽刺性的观察。如果在座各位都同意他的观点，并转向集中投资战略，他就失去了他的某些优势，因为这样价值与价格之间的差距就会缩小，但他很快补充说经验证明这不太可能发生。

巴菲特说：“这个投资秘诀自从本·格雷厄姆和大卫·多德撰写《证券分析》一书时就已广为人知了，到目前为止已有50年的历史，然而在我应用价值投资的35年里却没有看到这个趋势的出现。人的特性中似乎有一种顽症，就是喜欢将简单的事情变得复杂化。”

他可能是对的。在他演讲过后的15年里仍然没有人急于实施集中投资。你可能还记得前面为了进行足够的观察以便从统计数据上维护我们的辩题，我们不得不人为地在计算机房里创造各种投资组合。

或许正如巴菲特所说，我们甚至已经“从讲授价值投资学的讲台上败下阵来……这种状况还可能会持续下去。尽管轮船已环绕地球航行，但地球平面学说协会仍将繁荣。证券市场上仍将存在巨大的价值与价格差异，而那些阅读格雷厄姆和多德的书的人仍将继续发财”。

## 第4章 一种更好的衡量业绩的方法

当某种股票的价格受到华尔街某“羊群”的影响，并被最感性的人、最贪婪的人或最沮丧的人推向极致的时候，我们很难认为股市是理性的。事实上，股市价格经常是不可理喻的。

——沃伦·巴菲特

如果巴菲特是对的，如果市场价格经常是不合理的，那么用价格作为衡量业绩的唯一指数就是愚蠢的，然而我们确实是这样做的。我们的整个证券行业都对价格缺乏清醒的认识。如果某种股票的价格上涨了，我们就认为有利好消息，如果股价下跌了，我们就认为有利空消息，我们会采取相应的行动，但是如果价格经常是不理智的，我们将我们的行动基于股价的上下波动是否明智呢？

还有另一种愚蠢的习惯对上述难题起到了推波助澜的作用，即以短期的价格衡量业绩。巴菲特会说我们不仅衡量业绩的依据（价格）是错误的，而且我们对业绩衡量得太快，也太频繁。如果我们对所看到的数字不满意，我们马上就换股。

这种双重式的愚蠢——以价格为衡量依据以及短期的炒作心态，是一种不健康的思维方式，而且它表现在企业的各个层面上。正是这种不健康的心态导致某些人每天都关注股市行情，并经常性地给证券代理商打电话，他们的电话号码均设置在快速拨号的功能上。这也是为什么那些负责

几十亿美元投资的机构券商们，随时准备得到指示，即刻买卖的原因。同样出于这种原因，共同基金的券商们总是快速更换他们的证券投资组合，他们认为这就是他们的工作。

令人感到吃惊的是，当局势开始不妙的时候，同样是上述这些资金管理者，首先督促他们的客户保持镇定，他们发出信函稳定客户的心，极力颂扬保持原有股票稳定性的好处，可是他们自己为什么不实施他们兜售给人家的原则呢？

在共同基金的操盘盘中，这种自相矛盾的现象尤其突出，原因是券商的行为完全被记录在案，并且完全受到金融媒体的监督。基于这种信息的可得性以及人们对共同基金的熟悉和了解，我们只要来看一下共同基金的操盘情况，就可以深刻理解为什么以价格衡量业绩是愚蠢的行为了。

## 共同基金的双重标准

约瑟夫·努赛拉（Joseph Nocera）在1997年《财富》（Fortune）杂志上发表的文章中指出，共同基金的券商们在鼓励自己的股民怎样做和自己的实际做法上存在明显的不一致。他们要求股民“买入并持股”而自己却频繁地买卖——买入卖出，再买再卖。为了加强他个人对这种双重标准的观察，努赛拉引用《晨星报》（Morningstar）的记者唐·菲利浦（Don Phillips）的话：“共同基金行业自己的所做所为与它告诉投资者所做的之间毫无联系。”

很显然，现在的问题是：如果投资者被告知买好股并连续持股，为什么投资券商每年要疯狂地买卖股票呢？努赛拉说，答案“在于基金行业内部的动态活力使得资金管理者很难超越短期利益”。为什么呢？因为共同基金行业已经变成了一个短期业绩竞赛的游戏，而且业绩完全由价格来衡量。

今天，资金券商们面临巨大的压力，他们必须产生出令人眼红心跳的短期业绩数字来。这些数字必须引人注目。每隔3个月，权威的金融刊物如《华尔街日报》（Wall Street Journal）和《巴伦》（Barron's）都会公布共同基金季度业绩排行榜。过去三个月业绩最好的基金移至排行榜前几名，它们被金融界人士在电视和报纸上大加赞扬。基金亦赶紧为此庆祝，大做广告宣传以吸引众多的新储户。投资散户们则一直等着看哪些券商是热门，然后迫不及待地将钱投过去。的确，季度业绩排行榜越来越起到区分有才华的和平庸的券商的作用。

这种将业绩固定在短期价格上的做法不仅仅局限于共同基金，或只在共同基金里显而易见，它还控制着我们整个行业的思维。我们已不再处于用长期业绩来衡量券商的环境中了，甚至那些自己操盘做自己券商的人也受到这种不健康环境的传染。从许多方面来说，我们都已成为营销机器的奴隶，这部营销机器几乎注定人们业绩平庸，而被卷入这个怪圈的人似乎又很难摆脱出来。但是，如前所述，还是有一种方法可以改善投资业绩，只是最有可能在较长的时间里产生高于平均水平收益的战略与我们评判业绩的方法风马牛不相及——一个是共同基金券商的方法，另一个是我们自己的方法。这真是残酷而具讽刺意味的。

## 龟兔赛跑

1986年，在巴菲特发表了“格雷厄姆-多德派里的超级投资家们”这篇文章以后，尤金尼·沙罕（Eugene Shahan）写了一篇题为“短期业绩与价值投资真的水火不相容吗？”的文章。作为哥伦比亚大学商学院的校友同时又是美国基金会（U.S.Trust）的证券券商，沙罕提出了我们现在正要提出的问题：基于短期业绩来评判资金券商的投资技巧到底合适吗？

他注意到，除了巴菲特本人，其他被巴菲特称之为“超级投资家”的人——他们均无可否认地懂技巧，无可否认地成功，但都经历过短期业绩低潮的阶段。将乌龟和兔子引进资金管理的概念中，“这是对生活的又一个讽刺，因为追求短期业绩是完全可以达到的，但这是以牺牲长期利益为代价的。格雷厄姆-多德派里的超级炒家们的杰出业绩都是在对短期业绩毫不理会的情况下取得的。”沙罕评论道。他还指出，以今天共同基金券商们的这种业绩大竞赛的方式，许多格雷厄姆-多德派里的超级炒家们就会被遗忘和疏漏掉。

同样，我们在第3章中介绍过的那5位巴菲特派的超级炒家——集中战略投资家们，也会遭到忽略。表4-1中显示出他们所经历的几个困难阶段。只有巴菲特本人毫发未伤地闯过所有业绩竞争的难关。

表 4-1 巴菲特派的超级炒家们

|     | 业绩评估总年数 | 低业绩总年数 | 低业绩年数占总年数的百分比（%） |
|-----|---------|--------|------------------|
| 凯恩斯 | 18      | 6      | 33               |
| 巴菲特 | 13      | 0      | 0                |
| 芒格  | 14      | 5      | 36               |
| 罗纳  | 27      | 10     | 37               |
| 辛普森 | 17      | 4      | 24               |

约翰·梅纳德·凯恩斯在经营切斯特基金的18年里，有1/3的时间是低于市场平均业绩的。的确，在他掌管基金的前3年，他的业绩比市场业绩低了整整18个百分点（见表4-2）。

表 4-2 巴菲特都市的超级炒家们

|     | 持续低于标准普尔 500<br>指数业绩的年数 | 低于平均业绩阶段里<br>相对最差业绩（%） |
|-----|-------------------------|------------------------|
| 凯恩斯 | 3                       | -38                    |
| 巴菲特 | 0                       | 不可知                    |
| 芒格  | 3                       | -37                    |
| 罗纳  | 4                       | -36                    |
| 辛普森 | 1                       | -15                    |

红杉基金的情况也差不多。低于平均业绩的年数占整个业绩总年数的37%（见表4-1）。像凯恩斯一样，罗纳的出头之日也来得很艰难。“曾经有过几年，我们成了当之无愧的亏本大王。在20世纪70年代中期创办红杉基金本来就是缺乏远见之举，并连续四年遭受低于标准普尔业绩的灾难。”到1974年，红杉基金已比市场落后了令人咋舌的36个百分点。“我们躲在桌下，不敢听电话，心里盘算着风暴是否已平息。”风暴的确已平息了。到了1976年年底，红杉基金在第五个半年期的业绩评估中已超出市场

50个百分点。到了1978年，红杉基金已获利220%，而不是标准普尔500指数的60%。

就连查理·芒格也难逃集中投资中的业绩波动的恶运。在炒股的16年中，查理有36%的时间是亏损的。与其他集中投资家一样，他也遭受过一连串的厄运。1972~1974年，芒格落后于市场整整37个百分点。罗·辛普森在过去的17年里，有4年是低于市场业绩的，占总体年数的24%。他的年度相对最差业绩比市场水平低15个百分点。

无独有偶，当我们分析实验室里的集中投资行为时亦发现了相同的趋势（见表4-3）。在持有15种股票的3000组投资组合中，有808组在10年的期限内（1987~1996年）击败了市场。然而在这808组赢家中，有97%的赢家经历了一定阶段的低业绩表现——4年、5年、6年甚至7年低于市场业绩。

表 4-3 集中投资组合（15 种股）10 年期数据（1987~1996 年）

| 以标准普尔 500 指数为基数的<br>超出市场 / 低于市场的年数 | 投资组合数 | 占总数百分比（%） |
|------------------------------------|-------|-----------|
| 10/0                               | 0     | 0.00      |
| 9/2                                | 1     | 0.12      |
| 8/2                                | 20    | 2.48      |
| 7/31                               | 128   | 15.84     |
| 6/42                               | 272   | 33.66     |
| 5/5                                | 261   | 32.30     |
| 4/6                                | 105   | 13.00     |
| 3/7                                | 21    | 2.60      |
| 2/8                                | 0     | 0.00      |
| 1/9                                | 0     | 0.00      |
| 0/10                               | 0     | 0.00      |

假如凯恩斯、芒格、辛普森、罗纳是刚刚起步的新券商并生活在当今的环境中，而他们的业绩仅以年度业绩价值来衡量，会出现什么样的情况呢？他们可能由于客户遭受的惨重损失，已被炒鱿鱼了。然而，根据集中投资战略的观点，如果集中投资意味着不时要忍耐低潮业绩，我们就面临一个实际的问题：如果使用价格来作为唯一的衡量业绩的标准，我们怎么知道，哪些是非常聪明的券商，只是经历1年或3年的不良业绩，最终将使业绩超群？哪些是要永久遭遇不良业绩的呢？我们无法知道。

我们不是没有尝试过，但我们还是不知道。

学术界和研究者们投入了大量的精力，试图决定哪些券商或者哪些战略最有可能在某段时期内击败市场。在过去的几年里，享有盛誉的《金融日报》基于著名教授的研究成果亦发表了几篇文章。文章中问的是同样的



基本问题：对共同基金的业绩是否有一种衡量模式？这些大学教授对此问题进行了大量的学术探讨和数据分析，但是他们的研究却没有得出令人满意的答案。

在这些研究中，有四项研究是与被学术界称之为“持续性”相关的，即投资者选择拥有最佳近期记录的基金进行投资的趋势。投资者相信对券商的跟踪记录可以显示其未来的业绩。这就创造出一种自我满足的动力，让今年的资金跟着过去几年的顶级券商走。当这种动力以1年为单位进行衡量时（根据去年的赢家来选择今年的赢家），我们将这种现象称为“热手”现象。热手现象就是通过观察在过去几年做得好的基金，从而预测出它们在不久的将来业绩也会突出的现象。这样做是否可行呢？这正是上述研究所要求证的。

在两项毫无关联的研究中，南加州大学工商管理学院（Southern Californal School of Business Administration）的马克·加哈（Mark Carhart）以及普林斯顿大学的伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）都未能在持续性和未来业绩之间找到任何有意义的相关性。在第三项研究中，三位来自哈佛大学约翰·肯尼迪政府学院（John F.Kennedy School of Government at Harvard）的教授（达瑞尔·亨得里克斯（Darryll Hendricks）、杰伊多·巴泰尔（Jayendu Patel）、理查德·杰克豪泽（Richard Zeckhauser）分析了15年的数据，得出的结论是购买今年“热手”券商的股票似乎并不能保证明年基金的“热手”。纽约大学里奥那多·斯特恩商学院（Leonard Stern School of Business at New York University）的斯蒂芬·布朗（Stephen Brown）以及耶

鲁大学管理学院（Yale's School of Management）的威廉·戈兹曼（William Goetzmann）得出的结论是：持续性只不过是战略的共性而已。换句话说，在所有的热手组里，我们可能会发现好几位券商在使用相同的战略。

尽管研究是彼此独立的，但这些学术界人士却得出相同的结论：没有显著的证据能够帮助投资者选择下一年度的顶级业绩持有者。不管投资者如何在“热手”观念间弹来跳去，只要“热手”以价格业绩来界定就无助于他们建立自己的净资产。

由此我们可以想象出沃伦·巴菲特对这些学术研究的看法。对于他来说，故事的寓意很清楚：我们必须放弃将价格作为唯一衡量尺度的固执做法。我们必须从事倍功半的短期评判习惯中摆脱出来。

但是，如果不将价格作为最佳衡量尺度，我们应该使用什么尺度取而代之呢？“什么尺度都不用”并不是一个好的答案。即使是买股并持股的战略也并不推崇两眼一抹黑的做法。我们必须找出另一种衡量业绩的尺度。幸运的是，我们确有一种方法，这种方法是巴菲特评判自己业绩的奠基石，也是他衡量他所管理的公司伯克希尔-哈撒韦业绩的奠基石。

## 其他衡量业绩的尺度

沃伦·巴菲特曾经说过：“哪怕股市关闭一两年我也不在乎。毕竟股市每周六、周日都关闭，我从未为此着急过。”当然“活跃的交易市场是好的，它会时不时地为我们展现令人垂涎三尺的机会，但这绝不意味着是必须的”。

为了更全面地理解上述这番话的含义，你应该仔细思考他下面的这段话：“我们对我们所持证券的交易情况的持续不明朗并不太担心，我们担心的是我们的子公司‘世界书市’（World Book）或‘费可海姆’（Fechheimer）缺乏每日股市报盘信息。最终我们的经济命运还是由我们所拥有的企业的经济命运所决定的，不管我们是部分拥有股权还是全部拥有股权（以股票的形式）。”

如果你拥有一家企业，又得不到企业每日股市的报盘情况，你怎样衡量它的业绩，决定它的进展呢？很有可能你会衡量它的收益增长情况，或运营成本的改善情况，或资本花费的降低情况。你只有借助企业的经济状况来指导你，告知你的企业是增值了还是贬值了。在巴菲特心目中，衡量一家私有企业业绩的（石蕊）试纸与衡量一家公开上市企业业绩的试纸没有什么区别。

“查理和我通过企业运营结果，而不是通过每日甚至每年的股价报盘来告知我们的投资成功与否。”巴菲特解释说：“市场可能会对企业的成功忽

略一时，但最终它会证实企业的成功。”

那么我们是否可以指望市场对我们选择了正确的公司给予回报呢？我们是否可以认为在企业的经营效益与未来股价之间存在很强的相关性呢？如果时间拉得足够长，答案似乎是肯定的。

利用我们在实验室里建立的1200家公司那几组数据，我们可以很容易地看到在不同阶段里企业收益与股价之间表现出的关系（这种相关性的详细资料见附录B中的表B-1~表B-5）。总而言之，当我们开始决定企业收益与股价之间关系的密切程度时，我们发现时间越长，相关性越大。

当持股为3年时，相关系数为0.131~0.360（0.360的相关系数意味着价格方差的36%由收益方差来解释）。

当持股达5年时，相关系数为0.374~0.599。

当持股期为10年时，相关系数增至0.593~0.695。

当持股期为18年时，收益与股价的相关系数达到0.688——具有显著意义的相关性。

这就验证了巴菲特的论点，如果时间足够长，一个效益好的企业定将产生强劲的股票。然而他对收益向股价的转换过程持谨慎的态度，认为它是“不平衡的”也是“难以预测的”。尽管随着时间的推移，在收益与股价之间存在着越来越大的相关性，但它并不总是可以预知的。巴菲特说：“从长期角度讲，市场价值与企业价值是齐头并进的，但在某个单一年度它们之

间的关系可能是神秘莫测的。”65年前，本·格雷厄姆也教给我们同样的一课，他说：“只要企业的内在价值在以令人满意的速度增长，那么它是否也以同样的速度被别人认可它的成功就不重要了。事实上，别人晚些认可它的成功反而是件好事，它可以给我们留出机会以较低的价格买进高质量的股票。”

## “全面”收益

为了帮助股民了解伯克希尔-哈撒韦公司的大量普通股投资的价值，巴菲特发明了“全面收益”一词。伯克希尔的全面收益是由它的联合企业（分公司）的营业收入、留成收益以及税收折扣所构成的。当然只有当留成收益被实际支出的情况下，伯克希尔才会支付税收折扣。

所谓留成收益（也可称为未分配利润）是指公司没有将利润以红利的形式支付给股民而是将它再投回公司的那部分实际收益。在过去的这些年里，伯克希尔来自其所持有的大量普通股的留成收益的数量是非常可观的；这些普通股包括可口可乐、联邦住宅抵押贷款（Federal Home Loan Mortgage）、吉列（Gillette）、华盛顿邮报（The Washington Post Company）以及其他一些公司。到1997年，留成总收益额为7.43亿美元。根据公认会计准则（GAAP），伯克希尔不能将其留成收益计入利润表中，尽管如巴菲特所指出的，留成收益有其明显的价值。

全面收益这一概念最早是为伯克希尔的股民们设立的，但对那些寻求理解自己证券投资价值方法的集中投资券商来说，这一概念也代表了重要内容，特别是当股价经常与公司潜在经济价值彼此脱离时。巴菲特说：“每个投资者的目标应当是创立一种证券投资（事实上是一家公司），它能够 为投资者在10年左右的时间里带来最高的全面收益。”

据巴菲特说，自1965年以来（巴菲特接管伯克希尔-哈撒韦这年），公

司的全面收益与其证券市值几乎同步增长，然而二者并没有形成固定同步移动的关系。利润超前价格的事情时有发生（本·格雷厄姆著名的“市场先生”被过度压制了）。在另一些时候，也出现过价格超前于利润的现象（“市场先生”处于无法控制的过热状况）。我们要记住的重要一点是二者在长时期里的关系是同步的。巴菲特告诫说：“这种战略将迫使投资者从长计议，放眼未来的市场，从而取得优异的成绩，而不是仅看短期市场利益。”

## 巴菲特的量尺

当巴菲特考虑增加一项新投资时，他首先看看他已拥有的投资，再看看新购入股是否比原来的更好。伯克希尔今天使用的是一把经济量尺，用以比较可能的购进企业。查理·芒格强调说：“巴菲特所说的话几乎对每位投资者都是很有用的。作为一名普通人，你能拥有的最好的东西莫过于你的量尺。”查理下面的这段话道出了增加你的投资价值的最关键一步也是被广泛忽略的秘诀：“如果（你打算购买的）新股并不比你知道的其他股好多少，这说明它没有达到你的门槛要求。这就淘汰掉你所见到的99%的股票。”

基于目前你所拥有的投资，你手边又有了随时可供调遣的经济标准——一把量尺，你就可以以多种形式为你自己的经济标准下一个定义了，例如全面收益、股本回报、安全边际。当你买卖你证券投资中的某家公司的股票时，你或是提升了，或是降低了你的经济标准。作为一个长期持股的券商，作为一个相信未来的股价一定会与其经济效益挂钩的券商，你的工作就是不断想办法提升经济标准。芒格说：“这是项十分伤脑筋的工作，而且商学院总的来说不会在这方面教你什么。”

如果你退一步想一想，标准普尔500指数也是一把量尺，它是由500家公司构成的，每家公司都有自己的经济回报。为了逐步超出这500家的业绩，即提升业绩标杆，我们必须聚集并管理一批公司的证券，它们的经济



效益要优于上述500家经济效益的平均加权指数。如何管理这类证券的过程就是这本书所涉及的内容。

原来经营大都会/美国广播公司（Capital Cities/ABC）（该公司后来与沃尔特·迪士尼公司（The Walt Disney Company）合并）的汤姆·墨菲（Tom Murphy）对经济效益标杆有着深刻的理解。大都会/美国广播公司经营着一系列媒体公司，将这些公司的经济效益联合起来加权就构成了股民的经济回报。墨菲深知要提升大都会/美国广播公司的价值，他必须找到那些能提高现存经济标杆的公司。墨菲曾说过：“券商的职责不是找出使火车变长的方法，而是使火车跑得更快的方法。”

由于集中证券投资经常在价格上滞后于股市，你不要错误地认为可以以此为借口忽略对公司业绩跟踪的责任。从使用经济效益标杆的伊始，不管市场多么诡秘多端，你都要把握好选股购股这一关口。诚然，集中投资券商不应沦为股市狂想的奴隶，但是你应对你所持股公司的所有经济波动做到心中有数。

不管怎么说，如果一位集中投资券商对其所投资公司的经济情况都不甚了解，你又怎么能指望“市场先生”（我们将在第7章中对其进行重新介绍）对你所选购的股票在适时给予回报呢？

## 像树獭一样行动迟缓的两项原因

集中投资必须是长期投资。如果我们问巴菲特持股的最理想期限，他会说“永远”——只要企业仍然产生高于平均的经济效益，而且管理层仍以理智的态度分配公司的收益，这只股票就要继续持有。他解释说：“按兵不动是聪明的策略。我们不会，其他多数企业券商也不会由于联邦储蓄贴现利率的小小改变，或由于华尔街的某位权威人士改变了对市场的看法就疯狂地抛售非常有利可图的分支企业。我们占据着只有少数人才拥有的最优秀企业的股票，既然如此我们为什么要改变战术呢？”

如果你拥有的是一家很差的企业，你应该将它出手，因为丢弃它你才能长期拥有更上乘的企业，但如果你拥有的是一家优秀企业，千万不要把它出售。巴菲特解释说：“如果实施得当，一项低周转率投资战略应该产生的结果是拥有少数几种证券，但这几种证券却代表整个投资的大部分比例。这就相当于购买几位杰出的大学篮球明星的未来收益股权的20%，他们当中有些人会继续成为NBA的明星，而从他们身上获取的收益将很快占据所收取会费来源的绝大部分。如果某些人建议让投资者卖掉他最成功的投资，理由是它们占据整体投资比例过大，这就相当于让公牛队卖掉迈克尔·乔丹，因为他对公牛队的作用太过重要。”

这种如同“树獭”般行动迟缓的证券管理策略，表面看起来古怪离奇，特别是对于那些习惯于经常性活跃买卖的人尤为如此，但是这样做除了能

增加高于平均水平的资本以外，还有其他两项经济利益：

它起到降低交易成本的作用。

它增加税后利润。

每项经济利益都是很有价值的，二者相加其好处更是无可比拟。

## 降低交易成本

共同基金每年的平均换手率为100%~200%。换手率描述的是证券买卖的数量。例如，如果某券商在一年的时间里将其所有的股票都卖掉，然后再重新全部买回，或者卖掉其半数的股票两次，又两次买回，他的换手率就是100。如果他两次卖掉又重新买回全部股票，他的换手率就是200%。但是如果某券商每年仅卖掉又买回其证券投资的10%的股票（这意味着平均持股期为10年），他的换手率就为很低的10%。

《晨星报》作为以芝加哥为基地研究共同基金的报纸，对美国国内的3560家共同基金进行了全面调查，发现那些具有低换手率的基金相对于高换手率的基金能产生更大的利润回报。《晨星报》的研究表明，以10年为期限，那些换手率低于20%的基金比换手率高于100%的基金的利润回报高出14个百分点。

这是一个简单得不能再简单的常识，以至于人们经常因其显而易见而忽略掉。换手率高的问题在于频繁交易增加了基金的代理成本，从而降低了净利润。

## 税后收益

低换手率还有另一项重要的经济优势：它使资本收益的付税期向后拖延了，这会产生正面影响。具有讽刺意味的是，人们换手股票的目的原本是为了增加收益，但它却同时增加了你的当期税务负担。当某券商卖掉一种股票，并用另一种股票来替换时，他相信这一换手举动会增加他的收益，但卖掉一种股票意味着实现了资本收益，所以每笔新股票的选择必须以超出原有股票的资本收益作为新起点。

如果你拥有一个私人退休金账户或公司退休金账户，那么你的收益或所得是无须付税的，但如果你拥有的是共同基金私人账户，你在基金中实现的任何资本收益都将转嫁给股民，从而产生资本收益税。你从基金账户里卖出的股票越多，你所面临的税收负担就越重。

即使在年终共同基金业绩表上显示出的利润回报是相当可观的，在支付了收益税以后，你的净税后收益可能仍将低于平均水平。懂行的股民现在开始问这样一个问题：那些由活跃的证券基金产生出高于平均指数基金的利润回报，在扣除了税收以后是否仍能产生高于平均基金指数的利润回报？因为高于平均指数的基金，从本质上都是税收有效基金。

除非是无须付税的账户，否则税收将是投资者所面临的最大开销。它们比代理佣金要高，有的甚至比经营一家基金的费用还高。事实上，税收已经成为基金回报率低下的主要原因之一。资金管理商罗伯特·杰弗里

（ Robert Jeffrey ）和罗伯特·阿诺特（ Robert Arnott ）认为：“这是一个不好的消息，但好消息是有一些交易战略可以尽量减少这些常被人们忽视的税收后果。”杰弗里和阿诺特曾在备受人们尊敬的《证券管理杂志》上发表了一篇题为“你的 $\alpha$ 是否足够大以弥补你的税收？”的文章。这篇文章在投资界引起了广泛的争论。

概括地说，这项关键性的战略包括了另一个常识性的观念，这个观念常被人们低估：未兑现的收益的巨大价值。当一只股票升值了，但又未卖掉时，这个价值增值就是未兑现的收益。如果这只股票不卖，就不会产生资本收益税。如果你保留收益原封不动，你的钱就会以更强劲的势头滚动增长。

总而言之，投资者经常低估了未兑现收益的巨大价值——它被巴菲特戏称为一项“财政部的无息贷款”。为了阐明他的观点，巴菲特让我们设想一下，假如我们做1美元的投资，这个投资每年的价格都翻一倍，那将会怎样？如果你在第一年年底卖掉投资，你会获净利0.66美分（假设你的税率是在36%这一档次）。第二年你又将1.66美元再投资，并在年底又获加倍增值。如果这种投资持续下去，每年投资值都翻一倍，你每年都将其出售付税，将剩下的钱进行再投资，到20年的年底，你将拥有25 200美元的净收益，总共付税款13 000美元。相反，如果你购买1美元的股票投资，每年投资翻一倍，但你不将股票卖掉，那么到20年的年底你出售股票时，你的收益将是69.2万美元，大约付税35.6万美元。

复利的神奇效果

以1美元投资开始，投资每年增值一倍。

1.年底将投资出售，付清税款，将剩余额进行再投资。

每年重复如此投资，坚持20年。

最终净获利润25 200美元。

或者，

2.保持不出售任何投资。

20年的年末，将最终获税后净利润69.2万美元。

冷静地观察上述数字，有几点事实是显而易见的。如果你不每年收取你的利润，而是让利润以复利形式增长，最终你的利润将会多得多。与此同时，20年后你所交付的总税值也多得令你瞠目结舌。这就是为什么人们从直觉的角度感到要每年将收益转换成利润的原因。他们觉得这样更好，可以将税收控制住，但他们没有认识到这样做在利润上造成的差距有多么巨大。

在他们的文章中，杰弗里和阿诺特计算了周转率对证券投资开始产生负面影响的百分比。计算结果与人们的直觉是截然相反的。投资税率最高、对投资伤害最大的时期是在换手之初，然后随着换手率的增加而减少。杰弗里和阿诺特写道：“传统思维认为任何处于1%~25%之间的换手率都是低档次的，从而对企业税收影响不大，只要换手率超过50%，它就被

认为是高换手率且对企业产生很大的影响，但事实恰恰相反。”

杰弗里和阿诺特的研究表明，只要换手率达到25%，证券投资所产生的80%的税就相当于换手率达到100%所产生的税。他们的结论是，在你投资换手率较低的时候，你就要引起相当的重视，而不是在换手率很高的时候才对其重视起来。为了保持税后的高回报率，投资者必须将其年平均投资换手率保持在0%~20%之间。

什么样的战略才有助于人们保持低换手率呢？一个可行的方法是被动的、低换手指数基金战略。另一个就是集中投资战略。杰弗里和阿诺特说：“这就像是婚前咨询一样，我们的忠告是，你要试图建立一个你能与之长期生活在一起的投资证券组合。”

查理·芒格解释说：“在当今的证券投资管理界，每个人都想赢，但每个人又都不想在年业绩表现上距离标准的道路太远，除非你是顶尖人物。以理智消费者的观点，整个证券行业都是疯狂的，它聚集了一批有才华的人物，但从事着对社会无实际贡献的交易活动。”然而券商们反驳说：“我们必须这样做，我们的业绩就是这样被衡量的。”

今天券商们受到相对业绩的束缚。彼得·伯恩斯坦，一位业内作家是这样解释的：“在相对业绩这场游戏中，你的证券风险已不再由你所拥有的证券决定，你的风险由你不拥有的那些数量巨大的证券所决定。在这些证券面前你永远矮人三分。”如果证券券商的业绩与市场收益相距甚远，他们就面临着失去客户与维护他们信誉的咨询专家的危险。用查理·芒格的话来说



就是“偏离轨道”的恐惧，即业绩远离市场回报的恐惧已经“束缚了这个行业的手脚”。

在本章中，我们花费了大量篇幅介绍共同基金的兴衰与成败。我们之所以选择共同基金是因为人们对它很熟悉，故它是一个简单的范例，但是切记不要有片刻的想法认为错误思维仅局限于共同基金券商们身上。对他们的引用只是想说明，这些错误的想法已经贯穿了整个证券投资业，成为一种广泛的趋势。通过观察共同基金券商的所思所想、所作所为，你可深刻反思自己该怎么想，怎么做。

在本章中我们了解到强劲的短期业绩并不能证明你是一个优秀的证券投资券商，短期业绩差也不能排除作为优秀券商的可能性，因为衡量创造业绩能力的时间段太短以至于不能形成有意义的结论。然而，使用另一种经济杠杆“全面收益”则可在价格脱离其预期回报时衡量出你的投资业绩进展。在本章中我们还了解到低换手率如何通过两种简单的方法转化成高利润回报率。换手率低意味着交易成本低。最后，我们不要忽略未实现资本利润的价值。除了被动指数基金战略以外，集中投资战略使你有最大的机会将未兑现的资本利润复合累积成为增值利润。

查理·芒格的结论是：“伯克希尔的机制不是疯狂的机制。应该说伯克希尔-哈撒韦公司正在适应投资的本质，并还它以本来的面目。”

## 第5章 沃伦·巴菲特的投资策略

今天的投资者不会从昨天的增长中获益。

——沃伦·巴菲特

在《沃伦·巴菲特之路》一书中，我通过描述和总结沃伦·巴菲特的投资风格使其他人了解其投资策略并能从中获益。在那本书中我简要地阐明了他的一些最基本的投资工具与原则。通过这些工具，巴菲特对可能购买的股本进行评估。这些基本原则我在此书的第1章中进行了总结。

自从《沃伦·巴菲特之路》一书在1994年出版以来，这些基本原则并没有改变（巴菲特曾说过，这就是为什么它们被称之为基本原则的原因），但是很多读者都要求对如何应用这些基本原则予以澄清，特别是如何将它们在当今的投资市场上应用。与此同时，持续不断的关于购买成长股还是增值股的争论亦引起我们的重视。此外还有些新的问题出现，如经济附加值（economic value added，EVA）战略和技术所扮演的角色。我们能否使用沃伦·巴菲特的选股策略，并以此为样板来选择技术公司的股票呢？

### 市场原则：如何评估一家企业

决定一个公司的内在价值（巴菲特决策过程的第一步也是最关键的一步）既是一门科学又是一门艺术。既然是科学，那么就包含了一整套直观的数学公式。

计算一家公司的现行价值，你首先要预测这个企业全部生命周期内的现金流量，然后使用相应的折现比率将整体现金流量进行折现。巴菲特说：“对于任何一家企业，如果我们能够预测到这家企业在未来100年内或终止运营这一天企业与企业所有者之间的现金流入、流出量，然后我们按一定的利率进行折现，这就会为我们提供一个企业内在价值的数字。”这个概念是约翰·伯尔·威廉（John Burr William）在他的《投资评估理论》（The Theory of Investment Value）中首先论证出来的。在今天它仍像在60年前一样正确。

有些人发现将这个评估过程与评估债券的方式相比较，更容易理解些。他们使用的数学公式都是一样的。不过与现金流不同，债券有利息；与上面的无限期相比，债券有固定的期限，到期必须将投资资本返还给所有者。巴菲特解释说：“估算一家公司的内在价值就好比估算某一个具有一系列利息的债券，这张债券将在100年内到期。”“其实企业也具有能够发展成期货的各种利息，只不过这些利息没有写在票据上，所以一切都取决于投资者对企业的利息的预测是多少。”

估计利息的数额实际上是估算两个数字：可能的未来收益以及将未来收益折回到现价的折现率。巴菲特一般使用现行的长期政府债券利率作为折现率。原因是美国政府在今后30年内肯定会百分之百付清利息，我们说这是一个无风险折现率。巴菲特解释说：“我们使用这个无风险利率只是想使两个数字相等。”根据巴菲特的观点，长期政府债券利率是衡量一系列不同投资形式的最合适尺度。这些投资形式为：政府债券，公司债券、普通

股票、房地产、石油油井及农场。

巴菲特对不确定因素并不调整其折现率。如果某一种投资比另一种更具风险，他保持折现率不变，通过调整购入价来保证安全边际，而不是通过增加折现的方式来对付“资产风险”，而固定资产价格模式要求使用的则是后一种增加折现的方法。巴菲特说：“如果你了解一家企业，如果你对它的未来看得很准，那么很明显你不需要为安全边际留出余地。相反，这家企业越脆弱，你需要为安全边际留出的余地越大。”

在《沃伦·巴菲特之路》中，我们将巴菲特原理与伯克希尔-哈撒韦公司持有的普通股相结合并按股本的多少排序，形成供学习之用的案例研究。这些案例中有好几家公司的利息都预计会永久性增长，而且增长收益均超过无风险利率。对这些公司来说，需要使用分两步走的股息折现模式——初期用一种增长率，然后在第二阶段较长的时期里用另一种较低的增长率。

巴菲特在1988年购买的可口可乐股票就是例证。在那时政府的长期债券利率是9%，可口可乐公司的增长率是15%，用9%减去15%将会得出一个负数，使得计算没有意义。为了克服这个限制，巴菲特使用了分两步走的折现模式。首先巴菲特假设可口可乐公司的持股收益（将收入加上折旧/摊提减去资本支出）至少在10年内会高于平均水平，然后将收益降低到平均5%的水平。从第11年起巴菲特用9%的无风险利率减去5%的收益增长率，得到4%的用于公司未来收益的折现比率。

自从《沃伦·巴菲特之路》一书出版以来，巴菲特被问及的许多问题都涉及股息折现模式的问题，特别是关于巴菲特的假设。有些读者争辩说，可口可乐公司15%的增长率一定会超过10年，这样一来估算就太过于保守，其他读者则坚持认为预测到10年以后的情况太难了，应当仅在未来的5年里用15%作为收益增长率。

两种争辩都是合理的，但没有一种是完美无缺的。我们还是应当引用巴菲特说的话：“我们宁愿大概正确也不要精确的错误。”我们的问题不在于可口可乐公司是否在今后5年、7年或10年里会以15%的比率增长，我们的真正目的是要花时间去研究并且计算出公司的内在价值，而不仅仅是依赖于一些捷径（如市盈率、价格与账面价值比率或与市场相关的方法），尽管精确到小数，这些方法对投资的价值也毫无意义。

另一个我经常被问及的与股息折现模式相关的问题是：当无风险利率为9%时，这个模式挺好用，但目前无风险利率仅为5%或6%，又该怎么办呢？当利率为6%时，用6%的无风险利率扣除残余增长率或股民收益的5%，还剩下微不足道的1%，巴菲特这时又该怎样做呢？

巴菲特告诉我们，当处于低利率环境时，他上调折现率，当债券收益率低于7%时，巴菲特将折现率调至10%。如果利率今后逐渐上扬，他的折现率就成功地从长期角度与之相符了。如果利率今后不上扬，他就为他的安全边际增加了额外的3个百分点。

## 财务原则：用还是不用经济附加值

人们对《沃伦·巴菲特之路》中提及的财务原则很少持有异议。没有人会否认一个有吸引力的公司一定是有高额利润额并为其股民产生高现金收益的公司。如果公司的净利润为公司的股本产生高回报，这种魅力还会持续下去。然而，关于经济附加值的方法以及它是否在巴菲特的思想体系中占有一席之地却引起人们的广泛争议。

经济附加值原理的商标权归纽约咨询公司（New York consulting firm）斯特恩·斯图尔特（Stern Stewart）所有。它是一种决定投资收益是否超出资本成本的衡量体系。在过去的几年中，许多公司都已采纳了经济附加值的计算方法，其中包括可口可乐公司、爱利·理力公司（Eli Lilly）和美国电报电话公司（AT&T）。

它的计算方法是先决定公司的资本成本，然后减去公司的净收益。资本成本等于债务成本与权益成本按一定比例相加。债务成本是公司借款应付的利息，按实际利息支出额进行调节。权益成本是由企业的风险决定的，计算方法可依照固定资产价格模式。资本成本的加权平均数公式为：

资本构成中相对权益比例×它的成本+债务比例×它的成本

例如，如果一家公司的资本结构为60%的权益和40%的债务，如果权益成本为15%，债务的利息率为9%，那么公司的资本成本加权平均数为：

$$60\% \times 15\% + 40\% \times 9\% = 12.6\%$$

$$60\% \times 15\% + 40\% \times 9\% = 12.6\%$$

如果一个公司能够赚回15%的资本回报率，而资本成本为12.6%，我们可以说公司增加了经济附加值。如果它能持续地保持较高比率的资本回报，它的股价市值一般会攀升。相反，如果公司的资本回报率持续几年停留在10%，它的股价就会下挫。

经济附加值是一根衡量棒，一种特殊的门槛比率。巴菲特使用的是另一种不同的衡量尺度。他通过衡量一个公司增加其市值的能力来决定公司的门槛比率。这个比率至少应与公司的留成收益比率相等。巴菲特认为公司每留成1美元的收益，它的市值都会增加1美元。

从大体上看，巴菲特的1美元留成产生1美元市值的理论似乎与斯特恩·斯图尔特的经济附加值理论相似，但巴菲特理论在很多细微之处无法与经济附加值完全等同。

首先，经济附加值理论是基于固定资产价格模式之上的。这个模式根据价格的波动来衡量风险。我们已经知道巴菲特的观点是价格波动大的股票风险也更大。其次，由于权益成本总是高于债务成本，在经济附加值模式中，随着债务的相对增加，资本成本实际上反而减少了。经济附加值的支持者们很难说服巴菲特将债务增加说成是件好事，原因是它等于降低了资本成本。巴菲特本人喜欢无债或几乎无债的公司。

资本成本是商界的最大谜团之一。经济附加值原理仅仅是找出成本的方法之一。巴菲特也许不使用经济附加值的方法来计算资本成本，但这并

不意味着他对这个问题弃之不理。所有从巴菲特那里获得资本的子公司都必须向伯克希尔-哈撒韦公司付费。巴菲特承认他不使用复杂的公式，相反，“我们认为向人们收取一笔合理的费用，然后放手让他们去想到底是购买一笔新股还是什么其他股，这种方法更为简便。每次的费用有些差异，取决于我们入市的历史、买入时的利率，但总的来说，我们收取资本的15%的费用。我们发现15%这个数字会引起他们足够的重视，但又不会使门槛太高以至于做不成我们想做的事情。”

巴菲特公司内部的门槛标准是公司总体每年需要以最低15%的比率增长。了解到这点是很重要的，所以15%也是他给自己制订的资本门槛底线。他的要求是，无论什么时候他给下属分公司提供资金，不论这笔资金的用途为何——新研究设施、新设备、新广告宣传，它都必须最终产生至少不低于这个门槛比率的回报。

伯克希尔-哈撒韦公司和经济附加值理论都为资本成本定了价，尽管处理问题的方法有所不同，但双方都寻求相同的最终结果——收益高于资本成本的公司受奖，收益低于资本成本的公司挨罚。正如巴菲特在伯克希尔1995年公司年会上所说的：“我认为这不是一件很复杂的事情，我不需要（经济附加值）告诉我可口可乐公司又升值了。”



## 管理原则：我们能评估经理吗

沃伦·巴菲特对公司经理的最高夸赞是说此经理无例外地表现出公司主人翁的精神并想公司之所想。以主人翁姿态出现的经理能够抓住公司的主要目标——增加股东的股值，而且他们趋向于做出理性的决策，从而进一步加强这一目标。但是我们如何才能区分不同的经理从而得知哪些是积极工作来增加股民股值的，而哪些只是耍嘴皮子的？换句话说，我们怎样来衡量管理的价值呢？

沃伦·巴菲特对公司的管理使用三项原则：（1）理智原则；（2）坦白原则；（3）抵制机构的强迫命令原则。由于这三项原则在《沃伦·巴菲特之路》一书中有了详细论述，在此我仅对这三项原则进行简要总结。

如前所述，假若一家公司的资本产生了高额回报，管理者的职责是将这些收益重新投回公司以便使股民受益。然而，如果收益不能以高比率进行再投资，管理者可以有三项选择：（1）忽略这个问题，继续进行低于平均比率的再投资；（2）购买成长股；（3）将钱返还给股民使他们可能有机会将钱投在高比率的其他地方。按巴菲特的观点，只有一种选择是明智的，那就是第三项选择。

当我们评估管理的价值时，位于这个十字路口的决策或许对我们有所启迪。管理层做出的选择对股民来说或者是有价值的，或者是令人失望的，这在年度报告结果编写出台之前就已一目了然。

继理智原则之后是管理的坦白原则。时间一长，任何公司都会出错，有些是大错，有些是微不足道的小错。很多经理趋向于只报喜不报忧，这种经理不在少数。那些鼓足勇气与股民讨论公司失败之处的经理们是值得钦佩的。巴菲特的观点是，勇于承认错误的经理才更有可能改正错误。

如果资金的配置是简单而有逻辑规律的，为什么资金的分配非常不合理呢？如果企业站出来面对错误并由此获得智慧和信誉，为什么年终报告中只报喜不报忧呢？从巴菲特的经验看，答案在于一种无形的被称之为“机构强迫命令”的力量，一种类似田鼠的企业管理趋势，它模仿别的管理者的行为而不管这种行为有多么不明智。只有独立思考并按理智和逻辑把握航程的经理才有可能在最大程度上为公司谋利，相反“跟随领头羊”的战略未必能为企业带来最大利润。

按照上述三项基本原则衡量管理要比衡量企业的财务业绩难度更大。原因很简单，人比数字要复杂得多。的确，许多分析家都认为由于对人的活动的衡量是模糊不清、难以精确的，我们不可能很有把握地衡量管理的价值，所以这种活动本身就毫无意义。没有小数点就意味着没什么可衡量的。

其他人则认为公司管理的价值是完全可以在公司业绩统计中显示出来的，其中包括销售业绩、边际利润以及资本回报业绩，其他的衡量尺度是多余的。

两种观点都有其正确性、合理性，但两种观点都不足以驳倒原来的假

设前提。人们花时间对管理进行评估的原因是，它会对今后的财务业绩给出早期的警告信号。如果你对管理层的所言所为进行仔细观察，你会发现衡量他们工作价值的线索。这种对管理工作的衡量比出现在今后公司财务报告中或报纸金融版中对公司管理的衡量要早得多。找出管理线索需要进行深层的挖掘，而新闻报道则足以改变心理的脆弱和懒惰行为，企业的这种改变就是你的收益。

如果衡量管理的概念仍然含混不清的话，那么巴菲特有几步高招供你参考：

审查前几年的年度报告，特别要注意当时管理层对未来战略的说法。

将当时的规划与今天的结果进行比较，看看它们在多大程度上实现了规划？

将几年前的战略与今年的战略和观点相比较，看看有哪些观念上的改变？

将你感兴趣公司的年度报告与同行业内的其他类似公司的报告相比较。两家完全相仿的公司可能很难找到，但哪怕只是比较一下相关的业绩也会产生真知灼见。

一个集中投资者应该是最适合做管理衡量工作的人。一个购买少数几家公司股票并打算持股几年的人最有机会了解它们的管理状况。跟踪追寻过去几年的年度报告，你会逐渐对公司的管理历史有所感知，你还可以通过

过媒体了解你所持股的公司。留意管理人员所说的话以及其他人对管理人员的评论文章。如果你注意到公司总裁最近发表了演讲或做了报告，你应从投资关系部门拿到演讲稿并仔细阅读。上网搜寻公司的网站并获取最新的消息。总之，竖起你的触角用你能想到的一切办法了解管理层。重要的一点是，不要忘记评估管理这一前提，因为这项工作很复杂。你的眼睛睁得越大，获取的线索越多，你就越能准确而容易地评估管理。

记住你为什么要评估管理，或许这对你将有所帮助，你了解的点点滴滴的信息最终将影响你的股价，但你要提前了解。如果如巴菲特所说，市场经济（虽然不是永远）是有序的，评估管理就是一项有用的分析工具，它将使你走在市场的前面。

## 成长与增值：永久的辩题

沃伦·巴菲特的选股策略在过去的20年里几乎没有什么改变。他考虑的顺序总是选择公司、公司的管理状况、财务业绩以及现行价格。这一切表面看来都是简单而直截了当的，但在这看似简单的方法背后，巴菲特的方法一直长期处于学术界区分成长投资与增值投资的拉锯战之中。

传统上讲，一个“增值投资者”是寻求购买其潜在价值被大打折扣的股票，它可以从账面价值与实际价值的低比率中反映出来，也可以从市盈率较低及股息收益较高中反映出来，而“成长投资者”则与那些能产生快速增长收益的公司相联手并从中赚钱，而且他们会持续地这样做。

巴菲特说：“多数分析家感到他们必须二者取其一，这是因为他们习惯从思维上将二者对立起来：增值或成长。”的确，许多从事投资的专业人士认为将二者混为一谈是学术上乱穿衣的行为。巴菲特对“增值”和“成长”却持有不同的观点，对此你可能已不感到惊讶。

巴菲特在很多场合都已解释过某种股票的价值是整个投资期内总现金流量减去适当的利息折现。成长只不过是计算过程中的一部分，它附属于现金流动。巴菲特说：“依我的观点，两种方法（增值与成长）最终是相吻合的。”

少言寡语、措辞谨慎的查理·芒格说：“将‘增值’股与‘成长’股严格区分

开的整个做法都是无稽之谈，它为那些已退休的基金管理者空谈投资方法并以此收取费用大开方便之门，也为投资顾问的彼此区分大开方便之门，但是就我来说，所有聪明的投资都应是增值投资。”

尽管巴菲特和芒格都极力反对区分“增值投资”和“成长投资”，并认为此举意义不大，整个投资行业却仍对这两种方法津津乐道。如果你采纳“沃伦·巴菲特的投资战略”，你会经常不可避免地面对这样一个问题：你究竟是一个增值投资家，还是一个成长投资家？按照查理·芒格的观点，你最好把自己称做增值投资家，但谨防落入为购买典型的“增值”股而购股的陷阱之中。

成功地把握成长与增值分寸的人是威廉·米勒三世（William Miller III）。他的业绩无疑是骄人的，他又是如何取得这么杰出的投资回报的？这才是对我们所有人都最具有价值的经验。

## 米勒和莱格·梅森公司的增值信托

1982年，一家以巴尔的摩为基地的中介代理资金管理公司莱格·梅森发行了它的旗舰共同基金——增值信托。1982~1990年，增值信托由恩尼·凯内（Ernie Kiehne）和米勒共同执掌。恩尼·凯内是莱格·梅森公司的前研究主管，而米勒则初出茅庐，聪明过人。

米勒通往资金管理行业的路是不同寻常的。当他的竞争者们正埋头于商学院研究现代资金管理理论时，米勒正在约翰·霍普金斯研究生院（Johns Hopkins Graduate School）学习哲学。当其他受训的资金管理者正在研究马科维茨、夏普和法玛的时候，米勒正通读威廉·詹姆斯（William James）的《实用主义哲学》（Pragmatism）以及约翰·杜威（John Dewey）的《实验逻辑文集》（Essays in Experimental Logic）。在出任了一段时间的公司财务主管之后，他对公司的运作有了了解。后来米勒落脚于莱格·梅森研究部，并从此开始了与恩尼·凯内共同管理增值信托的工作。

在20世纪80年代，增值信托以两种方式运作。恩尼遵循本·格雷厄姆的方法，购买市盈率低的公司的股票以及对账面价值大打折扣的股票，而米勒则采取不同的方式。他解释道：“我的方法更接近于格雷厄姆所传授的理论以及沃伦·巴菲特多次详细讲到的做法，即任何投资的价值都是未来现金流通总量折合成现价的价值。这个方法的窍门在于估算这个价值并理智地估算资产，然后在它大打折扣之时购进。”

到20世纪90年代，米勒全面主掌增值信托，并开始将他的方法全面铺开用于此基金。今后所发生的奇迹是整个90年代其他任何一家公司所无法再现的。1991~1998年的连续8年内，增值信托的收益都高于标准普尔500综合指数。在1998年年底，米勒的杰出业绩为他带来了此行业最令人渴望的荣誉之一，他被《晨星报》命名为“本年度国内最佳资产管理经理”。

艾瑞克·萨维兹（Eric Savitz）说：“米勒身居高位，着眼未来。从长远的角度看，你可以看到他发挥的神奇效果。”萨维兹曾经为《巴伦》的共同基金版面撰写文章，他是继米勒之后的又一位成功投资家。他记得米勒是一位保持低调的投资家：“他对自己并不做大力的宣传。有许多资金管理者迫不及待地出现在有线电视新闻节目中，对自己的成功大吹特吹。尽管如此，他仍是我认识的人中最具股市投资远见的人。”

今天，米勒管理着莱格·梅森资产公司逾120亿美元的资产，其中包括增值信托基金的90亿美元资产。尽管从严格意义上讲，米勒不是一个集中投资家，但他已经很接近了。他将增值信托经常性地保持在30~40种股票之间，其中一半以上的资金仅投在10种股票上面。《晨星报》的编辑艾米·阿诺特（Amy Arnott）解释说：“米勒的做法与沃伦·巴菲特的做法有很多相似之处。他的确没有太高的周转率。他的资产组合与其他基金相比非常集中。他对公司评估的方法也与巴菲特相似，俩人都把公司现金的流量作为衡量公司内在价值的标准。”

尽管米勒是一个增值方法的使用者，但他却很少在“增值”风格栏目中



露面——这是一个很多金融出版物都使用的快速点评炒作特点的栏目。如果你仔细研究传统的增值方法，包括市盈率、价格与账面值比，你会发现米勒并不能完全被套入这个模式中。他说：“我们要将那些实质廉价股与虚拟的廉价股区分开。有很多公司都在买进低值股，即股价低且不具吸引力的股票。我的窍门在于分清哪些是廉价低质股，哪些是廉价优质股。”

米勒对不同公司优劣的分辨能力，加之他持股的长期性，使得增值信托取得了20世纪90年代最佳共同基金之一的地位，但此地位的取得也是有代价的。由于增值信托持有一系列兼具增值和成长特性公司的股票，米勒未能逃脱令人厌恶的关于他是增值派还是成长派的争论。这一点在吉姆·克莱梅（Jim Cramer）的网站（TheStreet.com）上的尖刻报告中一览无余。

克莱梅是这家收费颇高且具有学术性质网站的联合创始人之一。他写了一篇题为“后发制人启示录大错特错了：论共同基金和增值判断”的文章。文中克莱梅公开抨击几家增值基金，因为它们也持有完全符合成长概念定义的股票。引用《投资者商业日报》（Investor's Business Daily）上的增值指数图，克莱梅指出，在这个指数图里的好几家增值基金也持有下列公司的大量股票：戴尔计算机公司（Dell Computer）、美国在线公司（American Online）、微软公司（Microsoft）以及朗讯公司（Lucent）。克莱梅写道：“上述这些股票代表的是什么样的荒唐可笑的增值概念……增值？别开玩笑。”

克莱梅继续写道：“我本不该这么冷嘲热讽，但我认为资金券商们根本没有动脑子想问题。据我所知，共同基金是本行业最名不副实的。我认为

我们应该制订一项规则：增值这个词不应当被用于拥有如此众多种股票的共同基金公司上。增值在这个世界上已经变成了一个假面具，一个平庸小气的营销战术，它将人们诱入股门，而一般情况下人们是绝不会购买这种令人鼻子出血的股票。”

米勒对此的回应是一封致TheStreet.com网站的信，信中对成长派与增值派论战的实质进行了切中要害的辨析。下面就是稍加改编并经允许发表的评论内容：

吉姆：

我经营的莱格·梅森增值信托基金可能是引发你探讨增值与成长问题的罪魁祸首，原因是我们公司被《投资者商业日报》列入增值指数栏中，并持有戴尔和美国在线的大量股票（我们并未持有朗讯和微软的股票）。

当然，当1996年我们以4美元的价位买入戴尔并以6美元以上的价位卖出，且资本回报率达到40%的时候，没有人会认为我们是异端邪说者。当我们在1996年下半年以每股15美元价位买入美国在线的时候，许多人都认为我们是傻瓜。他们认为美国在线由于因特网和微软的出现，或由于经营不善即将垮台。（注意，由于后来的配股，调整后的价格比购入价要低得多，戴尔仅为每股2美元，美国在线仅为每股7.5美元。）问题仍然是如何估算它们的价值？估算的方法不外乎是在深层次内看它们的市盈率以及价格与账面值比。

解决问题的部分答案还在于总体投资战略。许多基金管理者每年将他

们的资本构成来个百分之百的大转换，疯狂地追寻那些有利可图的股票。相比之下，我们的11%的周转率是异乎寻常的。找出好的企业，低价吃进，大量持股，长期拥有，这在过去曾是一个理智的投资战略。

在投机市场上，长期持股是极为罕见的，但这正是我们所做的。我们不会因股票上涨或时间的流逝而轻易抛掉好企业的股票。我们没有理由这样做。

一个更好的答案在于，价格和价值是两个完全不同、相互独立的变量。正如巴菲特所指出的那样，在增值与成长之间没有理论上的差异；任何投资的增值都是企业未来现金的流量折成现值的结果。

增值和成长并不能在结合点上完全被切割开，这两个术语主要是被投资咨询家用来划分资金管理者并告知其客户的，它们代表股票的特点但不代表企业的特点。正如查理·芒格所说的，将二者区分开纯属“无稽之谈”。

自从1982年以来，市场对资金管理者的淘汰率高达91%。这对我来说是一个高效的数字，因为现在计算机已不再是稀罕的资源，数据库亦随处可得，基于财务的股票要素分析（市盈率、价格与账面值比、价格与现金流量比等）也可以通过计算机进行查验，但它们并不能导致辉煌的业绩。

各种对股票要素组合的分析表面看起来掌握了必胜的秘诀，但都会很快消失殆尽。超常表现的秘诀绝不存在于任何算法之中。

任何超常发挥的投资组合，在某段时间内能成功是因为具有价格错位

的保险性。市场对这个未来数的估计是错的。我们通过比较市场对此公司的估值以及我们自己对公司的估值，用多种要素组合的方法来找出价格错位。

我们首先进行财务方面的计算，然后转向私人市场价格分析，还要进行全部购入杠杆分析以寻求收盘额，当然还要进行现金流量折现模式的计算。

股价的评估是一个充满活力的过程，而不是一个静止不动的过程。当我们首次对美国在线进行估值时，它的交易值在15美元上下，我们认为它值30美元左右。现在我们估算它的股值在110~175美元之间，这种估算是基于保守的现金流量折现基础之上的。如果我们关于长期经济模式的说法是正确的，数字可能会更高。

当我们购买通用汽车（General Motors）或大通（Chase）股时——古老、易懂的绩优股，抑或当我们购买长期的低价股票反斗星（Toys "R" Us）和西部数据（Western Digital）股时，没有人对我们的做法提出异议，因为我们是在它们大规模亏损的期间购买的。问题出在当我们购买戴尔和美国在线时，人们开始反对我们。

人们反对我们最厉害的地方是，我们没有像其他增值商人那样在戴尔股票涨到8美元时将它们抛出。从历史上讲，计算机股的交易收益徘徊在6~12美元之间，所以当戴尔股的收益超过12美元时它就不再是一只增值股了。

看到人们如此头脑简单，只会运用财务方法计算，然后将结果进行线性换算，并基于此进行决策，我们感到有些幸灾乐祸。它比实际估算企业价值应进行的工作要简单得多，同时也能使我们为客户进行更彻底的分析，取得更精确的结果。

我们拥有通用汽车和美国在线的股票，原因是相同的：市场对价格的估计是错的。两家公司都在以低于其潜在内在价值的价格进行交易。

致以良好的祝愿。

米勒

这是一场经典的争论。我想米勒的信会被投资者和学术界人士研究。这封信当然也引起了吉姆·克莱梅的重视。他在TheStreet.com网站上是这样回应的。

亲爱的米勒：

哇，这真是令人大开眼界。你的确在做着与众不同的事情。你那直觉般的大规模价格上涨、神奇的选股方略和保持税收低下的需要都使得你不同凡响。我很抱歉将你卷入我的“增值”网站。看来仅仅列出股名和股指图还不足以解开“增值”之谜，我还需要进行更深层次的挖掘工作，你对我来信的回复真是太棒了，我感谢你能抽出时间与我们分享你的看法。啊，对了，还要祝贺你这么快就选择了戴尔和美国在线。

吉姆·克莱梅

1998年，我带着集中信托共同基金和它的股民们加盟了米勒的莱格·梅森资产管理公司。报界注意到了这个变化，并马上开始询问集中信托将如何与一个拥有大量技术股的新资产管理公司共事。桑卓·沃尔德（Sadra Ward）在《巴伦》上写道：“尽管米勒已经与其他伟大的投资家一样被列入投资名人的神殿之中，但是他与巴菲特不同，米勒是一位对技术深信不疑的人。的确，正是由于他对科技股所下的大赌注，加之他对财务权重算法的重视，才使得他取得了超出一般水准的突出业绩。”

当沃伦·巴菲特与米勒在投资策略方面相结合的时候，又会怎么样呢？  
我们能用沃伦·巴菲特的方法为集中信托公司选择科技股吗？

## 沃伦·巴菲特的投资策略与科技公司

由于伯克希尔-哈撒韦公司不持有科技股，很多人就认为科技股作为一个整体不能以十足的把握用巴菲特的方法分析，否则巴菲特早就这样做了。

这是不对的。

巴菲特承认他对分析科技公司不在行。在1998年伯克希尔-哈撒韦的年会上，他被问及是否考虑过在未来的某个时候投资于科技公司，他回答说：“这也许很不幸，但答案是不。”

巴菲特继续说：“我很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，我也希望能通过投资于他们将这种崇拜转化为行动，但当涉及微软和英特尔股票，我不知道10年后世界会是什么样，我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为这个国家分析这类企业的行家，第100位、1000位、10000位专家都轮不上我。许多人都会分析科技公司，但我不行。”

这种观点得到查理·芒格的响应。“我们没有涉足高科技企业是因为我们缺乏涉足这个领域的能力。低价科技股的优势在于我们很了解它们，而其他股我们不了解，所以我们宁愿与那些我们了解的公司打交道。我们为什么要在那些我们没有优势而只有劣势的领域进行竞争游戏，而不在我们

有明显优势的领域施展本领呢？”

在享有平均机会的领域做游戏对一个公司的净值具有负面影响。你愿意将你的终生积蓄押在一个靠运气赌输赢的公司上吗？“每个人必须找出你的长处，然后你必须运用你的优势。”查理说道：“如果你试图在你最差的方面获取成功，我敢肯定，你的事业将会一团糟。”

许多年来，增值投资者错误地躲避着科技股，因为巴菲特在这个领域缺乏动作。他们错误地认为他们无法分析这一新兴领域。现在他们发现他们已被一群才华出众的竞争者远远地甩在曲线的后面。

米勒解释说：“多数增值投资者都依赖历史资料来评估股值，并决定股票适时的价位高低。然而，如果投资者仅用历史资料的方法，他们的评估就依赖于当时的背景情况。”换句话说，历史评估模式只有在未来情况与过去的情况相同的条件下才起作用。米勒说：“增值投资者面临的问题是，在很多方面未来与过去不相同，而且很重要的一点是，这种不同的最主要方面是科技在社会中的角色不同了。”

米勒继续说：“事实上，我认为在很多情况下，科技公司与沃伦·巴菲特的投资样板结合得恰到好处。这个样板模式是一个真正的工具箱，它帮助你磨练你的选股分析能力，从而在众多的潜在的可投资公司中，选出最有可能在长期时间里为你带来高于平均值回报的公司。”

从这个观点出发，我们看到很多科技公司都具有巴菲特最崇尚的经济特点：高利润额，高资本回报率，将利润重新投入高增长企业的能力，以



及以股民利益为重的管理方式。我们感到困难的是估算企业的未来现金流量并折现，从而估算出企业的内在价值。

莉萨·拉普阿诺（Lisa Rapuano）是莱格·梅森基金顾问公司的副总裁和技术分析家。莉萨·拉普阿诺解释道：“多数人在试图评估科技公司时遇到的问题是未来的远景太不确定，所以你必须设想出好几种结果而不只是一种。这会对长期投资的潜在未来收益产生更大的偏差。然而，如果你对你关心的公司进行一些关键领域的深层挖掘——潜在市场规模、理论概率、竞争地位，你会明白究竟是什么原因产生了不同的远景，这就会降低你的不确定性水平。我们仍会创立现金流量评估模式，但我们经常会使用几种目标评估模式而不是一种。”

拉普阿诺说：“而且，科技是未来经济增长的真正驱动力。许多科技公司在市场上是赢家，产生了超出其规模的回报。我们发现多层分析方法得到了回报，我们可以在这类公司中找到比在别的地方多得多的投资回报，尽管连高度不确定因素也考虑在内亦是如此。”

我们已知道沃伦·巴菲特在评估公司时是如何对付风险因素的。他一般要求留有较大的安全边际。这是对付未来不明确的风险公司的最好战略，例如科技公司。另一个好的战略是对科技公司的购买与一个稳定、高度可靠公司的购买相结合。

巴菲特曾经说过，新一轮财富的获取在于找出新的专利权。米勒说：“我想技术公司就相当于巴菲特所提及的现代专利权要素。”在巴菲特

的消费品领域里，品牌意识、价格实力、思想交流都是包含在专利权里的要素。在技术领域里，专利要素包括网络效果、正面反馈信息、锁住效应以及攀升的回报。

米勒补充道：“我认为很多人都是以一种错误的心态看待科技股的。他们认为科技很难懂，所以也不试图去弄懂它。他们事先就下定了决心。”应当承认，了解技术需要一段学习的过程，但是我认为在这个领域成就一番事业不应当只是那些计算机天才们的特权。当我们刚开始学习巴菲特的专利现金流模式时，我们必须脱离格雷厄姆的低市盈率和折算为账面值的思维模式。我们有很多新术语、新定义要学习，还要以一种新的方式来看待财务报表，理解股息折现模式。学习技术也需要进行同样的观念转变。我们将不得不学习新的词汇、新的经济模式。我们还要用不同的方式分析财务报表，但最终这种学术挑战并不比当初我们脱离传统增值投资方式转向巴菲特的现代投资模式更难。增值投资以仅购买廉价股为特征，而巴菲特的方法则是以低价购买绩优股。

米勒说：“这与任何新的东西一样，你必须花费时间去了解它。”米勒指出，巴菲特和彼得·林奇（Peter Lynch）都曾说过学习不过是注意观察你周围发生的事情。“的确，人们仍在购买可口可乐、吉列刀片，仍在使用美国运通卡，但他们也使用美国在线、微软软件并购买戴尔计算机，这是无处不在的现象。”

## 再论证券分析

每周一次，哥伦比亚大学商学院的工商管理研究生们都要涌入尤利斯礼堂参加历时3小时的证券分析课程。70年前本·格雷厄姆曾在这里教书。今天，此门课是由迈克尔·莫布森教授（Michael Mauboussin）来讲授的。莫布森教授不授课时，他把时间花在瑞士信贷波士顿第一银行（Crédit Suisse First Boston）上，对他的同事以及客户进行帮助、指导。

莫布森教授说：“每年，当我第一次站在同学们面前授课时，我都会感到喉头哽咽，激动无比。一想到这是本杰明·格雷厄姆开创的传统课程，并培养出包括沃伦·巴菲特这样的学生，都会有一种自愧不如的羞愧感和强烈的责任感。”

莫布森的讲座包括三个主要概念。他说：首先，我强调投资领域的跨学科方法。本·格雷厄姆就是一个善于将其他学科的知识运用于他的传授体系之中的人。我也试图这样做。我不仅研读金融书籍，也研究其他的模式，并设法将它们应用于投资。其次，我试图了解心理学在投资中的作用。本·格雷厄姆的“市场先生”是一个著名的概念，直到今天仍然有效。投资是一项社会活动，在此过程中，心理发挥着重要作用，知道这点是很重要的。最后，我们用大量篇幅讲授“安全边际”的概念，既包括本·格雷厄姆的理论，也包括这个概念在概率计算表中是如何验证的。

回顾过去70年的历史，投资世界所发生的变化真是令人惊叹，但最基

本的原则却没有改变。成功的关键仍是要购买由有才干的经理掌管的低价绩优股，但由于企业和经济都已发展得面目全非了，这就需要我们的投资者也扩展我们的思维模式以跟上不断变化的世界步伐。

我问莫布森教授对于那些准备涉足金融界的年轻人来说，他可以提出哪些忠告。“我首先要告诉他们，他们要了解经济模式，其中不仅仅包括财务数字、财务报表，还包括企业的运作和竞争者之间的关系。其次，他们必须了解人在投资过程中的作用和限制。最后，我要他们努力工作，但不能过度努力。”

莫布森解释说：“努力工作意味着你的脑子一直在转动着，尽可能地多读金融领域及其他领域的书籍，建立并巩固获得成功的思维模式。我说不能过度努力的意思是，人们普遍有一种将一分耕耘与一分收获等同起来的趋势。在资金管理行业，有时结果却不是这样。事实往往是，那些只做几个数量不多的决策的人最终的结果却比那些以忙碌为名做出很多决定的人要好得多。”

如果今天本·格雷厄姆还活着的话，他一定会赞同此说法的。他会对他的“证券分析”的传统课程得以延续感到极大的欣慰。多年以来，一代又一代的杰出教授都教授了此课程，更多才华出众的学生卓有成效地将这一理论应用到了他们赖以生活和工作的世界中。

## 第6章 证券投资中的数学问题

我们试图像费马和帕斯卡那样思维，但他们从未听说过现代投资理论。

——查理·芒格

在沃伦·巴菲特还是一个孩童的时候就已经对数字颇为着迷，我们已经知道他年纪轻轻就已进行普通股投资，但沃伦与数字的关系之深之广，且大大超出资产负债表和利润表的范围却是鲜为人知的。当他没有在思考股市时，年轻的巴菲特总是在着手解决数学难题。曾有一次他决定计算教堂赞美诗的作曲者是否比常人活得更长。他的结论是，具有音乐天赋的人不一定比正常人有更高的长寿概率。

今天巴菲特被数字包围了，而且包围他的不仅仅是股市数字。伯克希尔的保险业务是所有业务中最具数学挑战的业务，也是统计学和概率论中必讲的一课，当巴菲特在没有想他的保险业务或证券业务时，他在思考他的最大业余爱好——桥牌。巴菲特自大学时代起就热衷于打桥牌，现在仍每周打几个小时。如果他不能与人面对面地打牌，他就会在网上与各地的桥牌爱好者切磋牌艺。

巴菲特认为，桥牌游戏与股市投资有许多共同点。他解释说：“他们都是有百万种推论的游戏。你有许多赖以推论的依据——已打出的和未打出的牌。所有这些推论都会告诉你概率发生的可能性，它是对智力最好的锻

炼。每隔10分钟，局势都会发生变化。桥牌是关于盈亏权重的比率问题。”巴菲特说：“你每时每刻都在进行计算。”

每一个与巴菲特打过交道的人都会告诉你巴菲特具有超凡的快速计算能力。伯克希尔-哈撒希公司长时期的股民、纽约券商克里斯·斯塔夫罗（Chris Stavrou）回忆起他第一次与巴菲特约见的情景。

“我问他是否曾使用过计算器。”巴菲特回答说：“我从未有过计算器，也不知怎样使用它。”

斯塔夫罗紧追不舍地问：“那么你如何进行繁杂的计算呢？难道你有天赋吗？”

巴菲特说：“没有，没有，我只是与数字打交道的时间太长了，我有些数字的感觉而已。”

“你能否为我示范一下？比如 $99 \times 99$ 得多少？”

巴菲特立刻回答：“9801。”

斯坦夫罗问巴菲特是如何知道的。巴菲特回答说阅读了费因曼的自传。

理查德·费因曼（Richard Feynman）是诺贝尔物理学奖项得主，也是美国原子弹研究项目的成员，在他的题名为《费因曼先生，你不是在开玩笑吧！》这部自传体书中，他介绍了如何在脑中计算复杂数学的方法。由此

我们得出结论：沃伦·巴菲特要么记住了他阅读的所有资料，要么他能在脑中做神速计算。

斯塔夫罗又追问了另一个问题：“如果一幅油画的价格在100年内从250美元涨到5000万美元，年收益率是多少？”几乎又是在同一时间，巴菲特回答道：“13%。”斯塔夫罗惊讶地问道：“你又是怎么做到的呢？”

巴菲特回答说任何复利表都会显示出答案。（由此我们是否可以推理他是一个活利率表？可能是吧。）巴菲特说还有另一个计算这个问题的方法“就是通过它加倍的次数来计算（250美元加倍17.6次就得出5000万美元，每隔5.7年就加倍一次，或者说每年增长13%）。”他好像在说，这还不简单。

尽管巴菲特很谦虚，但他显然是有数学天赋的。基于这个原因，很多怀疑家们声称巴菲特的投资战略之所以有效是因为他有这个能力，而对那些没有这种数学能力的人，这个战略就无效。巴菲特和查理·芒格说这是不对的。实施巴菲特的投资战略并不需要投资者学习高深的数学。在一次由《杰出投资家文摘》报道的，在南加州大学所做的演讲中，芒格解释道：“这是简单的代数问题，学起来并不难，难的是在你的日常生活中几乎每天都应用它。费马/帕斯卡定理与世界的运转方式是完全协调的，它是基本的事实，所以我们必须掌握这一技巧。”

## 概率论

如果我们说证券市场是一个无定律的世界，那么此话就过于简单了。在股票的世界里，有几百种甚至上千种力量在联合左右着价格，所有这些价格都在不停地运动，每只股票都可能产生巨大的影响力，但又没有一只股票可以被肯定地预测。投资者的职责就是缩小范围，找出并排除那些最不了解的股票，将注意力集中在最知情的股票上。这就是对概率论的应用。

当我们对某一局面不太肯定但仍想表达看法时，我们经常在我们的言语里用上“可能性是”，或者“可能”，或者“不太可能”。当我们再往前走一步并试图用数字来表达综合观点时，我们就在与概率论打交道了。概率论是不确定性的数学语言。

一只猫生一只鸟的概率有多大？零。明天太阳升起的概率有多大？由于这个事件几乎是肯定发生的，概率为1。任何事件的发生既非肯定又非不可能时的概率为0~1之间。决定0~1之间的这个小数就是概率论所探讨的全部问题。

1654年，布莱斯·帕斯卡（Blaise Pascal）和皮埃尔·费马（Pierre de Fermat）俩人互通了一系列信件，信上的内容就构成了当今概率论理论的基础。帕斯卡是一个具有数学和哲学天赋的神童。他受到哲学家兼赌徒舍瓦利埃·德梅瑞（Chevalier de Mere）的挑战，要他解决一个令许多数学家百思不得其解的谜题。德梅瑞想知道如果两位玩牌者不得不在本局牌结束前离开牌桌，他们的赌注应该怎样划分。帕斯卡针对德梅瑞的挑战找到了当时凭借自己的实力获取“数学奇才”称号的费马。



彼得·伯恩斯坦在他那篇题为“对抗上帝”的关于风险的优秀论文中写道：“帕斯卡和费马在1654年针对德梅瑞的挑战而来往的信函，开创了数学历史和概率论历史的一个新纪元。”尽管俩人着手解决问题的方法有所不同（费马使用的是代数方法，而帕斯卡转向几何的方法），但是他们建立了决定几种不同结果的概率论的体系。的确，帕斯卡的数学三角形解决了许多问题，包括你最喜欢的棒球队在已输一场的情况下获得世界系列循环赛胜利的概率有多大的问题。

帕斯卡与费马的工作开辟了决策理论的先河。决策理论是在对未来会发生的事情不肯定的情况下做出决策方案的过程。伯恩斯坦写道：“做出决策是风险管理的首要一步也是必要的一步。”尽管帕斯卡和费马都为发展概率论立下了汗马功劳，但另一位数学家托马斯·贝叶斯（Thomas Bayes）所写的文章为将他俩的理论付诸实践奠定了基础。

贝叶斯1701年出生于英国，比费马晚了整整100年，比帕斯卡晚了78年，他的一生并不辉煌。作为一名皇家协会的会员，他生前在数学领域并未发表任何文章。在他死后，他的论文《如何解决随机原理中某一问题的论述》发表了。当时，没有引起人们的重视。然而，据彼得·伯恩斯坦说，贝叶斯的论述“是一篇极具创新思想的作品，它使贝叶斯在统计学、经济学和社会学中占有不朽的地位。”他为投资者使用概率论的数学理论铺平了道路。

贝叶斯定理教给我们一种逻辑分析方法，即为什么在众多可能性中只

有某一种结果会发生。从概念上讲这是一种简单的步骤。我们首先基于所掌握的证据为每一种结果分配一个概率，当更多的证据出现时，我们对原有的概率进行调整以反映新的信息。

贝叶斯定理为我们提供了不断更新原有假设的数学程序（这源于贝叶斯所称的先验信息分布），以便产生一个后续信息分布图。换句话说，先验概率与新的信息相结合就产生了后续概率，从而改变了我们相对的概率机遇。

这一切是如何操作的呢？

假设你和你的朋友在某个下午正在玩你们最喜欢的掷骰子跳棋游戏，你们一边玩一边聊着，棋局已接近尾声。这时你朋友说的什么话触动了你想打赌的愿望，但只是友好性的赌注。在掷骰子跳棋游戏中，掷一次骰子直接获得6这一面的机会是 $1/6$ ，即16%的概率，但这时假设你朋友投了骰子，但很快用手将骰子盖住并偷偷看了一眼说：“我可以告诉你，这是一个双数。”有了这条信息，你赌赢的机会就变成了 $1/3$ ，即33%的概率。正当你在考虑是否改变赌注的时候，你的朋友又开玩笑地说：“这个数不是4。”有了这条信息你赌赢的机会再次改变，变成了 $1/2$ ，即50%的概率。

在这种简单的关系中，你已经实施了贝叶斯的分析方法。每一条新信息都会影响你原来的概率假设，这就是贝叶斯推理。

贝叶斯分析法试图将所有可得信息都融入推理或决策过程中，从而对潜在本质情况进行判断。学院使用贝叶斯定理帮助学生研究决策。在大学

课堂里，贝叶斯定理被广泛地称之为决策三段论。三段论中的每一个分支都代表新的信息，这些信息反过来会改变决策中的力量对比关系。查理·芒格说：“在哈佛商学院，将第1年的学生捆绑在一起的数学课程就是被称做决策三段论的课程，他们所做事情就是将高中所学的代数知识应用到现实问题中去。学生非常喜欢这门课，他们惊奇地发现高中代数在生活中发挥着功效。”

## 对概率的主观判断

正如查理所指出的，基础代数在计算概率时非常有用，但要把概率理论应用到实际投资当中去，还需要对数字计算的方法有更深刻的理解，特别是要注意频数这一概念。

掷硬币猜中头像一面的概率为 $1/2$ ，这意味着什么呢？或者说掷骰子单数出现的概率为 $1/2$ ，这又是什么意思呢？如果一个盒子里装有70个绿色大理石球，30个蓝色大理石球，为什么蓝色大理石球被捡出的概率为 $3/10$ ？上面所有的例子在概率发生事件中均被称为频率分析，它是基于平均数的法则。

如果一件不确定的事件被重复无数次，事件发生的频数就会被反映在概率中。例如，如果我们掷硬币10万次，预计出现的头像次数是5万次。注意我没有使用它将等于5万次。按无限量大的原理只有当这个行为被重复无数次时，它的相对频数与概率才趋向于相等。从理论上讲，我们知道投掷硬币得到“头像”这一面的机会是 $1/2$ ，但我们永远不能说两面出现的机会相等，除非硬币被掷无数次。

在我们解决任何不确定因素的问题时，很明显我们永远都不能给出绝对肯定的答案，但是如果这个问题界定得当，我们应该能够列出所有可能发生的结果。如果这个不确定事件被反复重复，这些结果的频数应该能反映出不同结果的概率。但是当我们考虑的是只发生一次的事件时，问题就

来了。

我们怎样预测明天考试通过的概率？或者是绿湾派克队重新夺取超级碗橄榄球冠军的概率？我们面临的问题是，这些事件都是独一无二的。我们可以回顾绿湾队比赛的整体配队阵形，但我们还是没有准确的每个球员重复配合在相似条件下打球的一一对应资料。我们可以回顾过去考试的情况从而了解学生考试的状况，但每次考试的情况是不同的，对他们的了解也是不连贯的。

没有重复性的试验就无法产生频数分布，那么我们怎么来计算概率呢？我们没有办法计算，相反只能依赖对概率的主观判断，而且我们经常这样做。我们可以说派克队夺取大奖赛冠军的机会是2:1，或者学生通过那个难度很大的考试的机会是10:1。这些是大概性的陈述，它们描述了事情可能发生的“可信度”。当某一事件不可能被重复多次以得出基于频数的概率判断时，我们只能依赖自己的感觉了。

你可能马上就意识到对上述两类事件的主观判断可能都是错误的。在主观概率中，一切都取决于你如何分析你的假设。你先停下来将局面全面想清楚。你得出10:1的考试通过率的假设是因为考题太难，学生没有充分复习还是因为过分的谦虚？你对派克队的一贯忠诚和信赖是否遮住了你的双眼使你对其他球队的力量视而不见？按照教科书里所传授的贝叶斯分析法，如果你的假设分析是理智的，那么将你的主观概率与频数概率等同起来是“完全可以接受的”。你所要做的工作就是筛除不理智、不符合逻辑的假设而保留理智的假设。如果你认为主观概率方法充其量不过是频数概率

方法的延伸，这对你是很有帮助的。事实上，在很多情况下主观概率是有增值作用的，因为这种方法允许你将可操作性考虑在决策中，而不仅仅是依赖长期的统计数据规律。

不管投资者自己是否意识到了，几乎所有的投资决策都是概率的应用。为了成功地应用概率原理，关键的一步是要将历史数据与最近可得的数据相结合，这就是行动中的贝叶斯分析法。

## 具有巴菲特风格的概率论

“用亏损概率乘以可能亏损的数量，再用收益概率乘以可能收益的数量，最后用后者减去前者，这就是我们一直试图做的方法。”巴菲特说，“这个算法并不完美，但事情就这么简单。”

澄清投资与概率论之间联系的一个有用例证是风险套利的做法。根据《杰出投资家文摘》的报道，巴菲特对风险套利的看法与斯坦福商学院的学生的看法是一致的。巴菲特解释道：“我已经做了40年风险套利，我的老板本·格雷厄姆在我之前也做了30年。”所谓风险套利，从纯粹意义上讲，不过是从两地不同市场所报的证券差价中套利的做法。例如，不同种商品和货币在全世界不同的市场上报价，如果两地市场对同种商品报价不同，你可以在这个市场上买入，在另一个市场上卖出并将差价归己所有。

风险套利已成为目前金融领域普遍采用的做法，它也包括对已宣布购并的企业进行套利（有些投机家对未宣布的企业购并也采用套利的做法，但这里巴菲特说“我的职责是分析这些（已宣布并购）事件实际发生的概率，并计算损益比率”。

让我们先来看看下面这个例子，然后再继续聆听巴菲特的教诲。假设阿伯特公司（Abbott Company）今天的开盘价为每股18美元。在上午过半的时候，它宣布今年的某个时候——可能在6个月内，它将以每股30美元的价格卖给科斯特洛公司（Costello Company）。阿伯特公司的股价马上抬至

每股27美元，并在这个价位上走稳徘徊。

巴菲特看到了宣布合并的消息并且必须做出决断。首先他试图分析消息的确定性。有些企业合并的买卖并未能最终实现。董事会可能会出人意料地拒绝合并，或者美国联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）也发出反对的声音。没有人能够十分有把握地说这笔风险套利交易将最终实现。这就是风险所在。

巴菲特的决策过程就是运用主观概率的方法。他说：“如果我认为这个事件有90%的可能性发生，它的上扬幅度就是3美元，同时它就有10%的可能性不发生，它下挫的幅度是9美元。用预期收益的2.7美元减去预期亏损的0.9美元就得出1.8美元（ $3 \times 90\% - 9 \times 10\% = 1.8$ ）的数学预期收益。”

下一步，巴菲特请你必须考虑时间跨度，并将这笔投资的收益与其他可行的投资回报相比较。如果你以每股27美元的价格购买阿伯特公司，按照巴菲特的计算，潜在收益率为6.6%（1.8美元除以27美元）。如果交易有望在6个月内实现，那么投资的年收益率就是13.2%。巴菲特将以这个风险套利收益率与其他风险投资收益进行比较。

风险套利交易是具有亏损风险的。“我们愿意在某些交易中亏本，比如风险套汇，但是当一系列类型相似但彼此独立的事件有亏本预期概率时，我们是不情愿进入这类交易的。”巴菲特坦言道，“我们希望进入那些概率计算准确性高的交易。”

我们可以清楚地看出巴菲特对风险套利预测采用的主观概率法。在风



险套利中没有频数分布，每笔交易都是不同的，每次情况都要求不同的预测判断。即便如此，使用一些数学运算对风险套利交易的运作还是大有益处的。

对风险套利的决策过程与普通股票投资的决策过程并无异处。为了说明普通股的决策过程，让我们来看看伯克希尔-哈撒韦公司对两只经典普通股票的购入——富国银行（WellsFargo）和可口可乐。

## 投资于富国银行和可口可乐公司

1990年10月，伯克希尔-哈撒韦公司购买了500万股富国银行的股票，共投资2.87亿美元，每股的平均价格为57.88美元。这笔交易使伯克希尔成为这家银行的最大股东，拥有已发行股票的10%。

公司的这一举动是颇具争议的。在年初的时候，股价曾攀升至86美元，尔后随着投资者的大批抛盘，这家加利福尼亚银行的股票急剧下跌。适时西海岸正处于严峻的经济衰退的痛苦之中，有些人预测由于银行的贷款资金都被住宅抵押所充斥，故一定困难重重。富国银行是加利福尼亚地区银行中拥有最多商业不动产的银行，它被认为最不堪一击。

巴菲特对上述情况了如指掌，但是他对富国银行得出了不同的结论。他是否比其他投资专业人士掌握更多的情况？非也，他只是对局势的分析有所不同。让我们与他共同回顾他的思维过程以便使我们对巴菲特如何应用概率论有一个清楚的例证。

首先，巴菲特对银行业的业务非常了解。伯克希尔曾在1969~1979年间拥有伊利诺伊国家银行和信托公司（Illinois National Bank and Trust Company）。在那段时期里，伊利诺伊国家银行的总裁吉尼·阿贝格（Gene Abegg）教会了巴菲特一个道理：一家妥善经营的银行不仅可以使它的收益有所增长，而且还可以得到可观的资产回报。更重要的一点是，巴菲特了解到一家银行的长期价值取决于它的管理层的行动。糟糕的管理者不但

会使银行的运营成本增加而且还会贷错款，而优秀的管理者总是在寻求降低成本的方式，而且他们很少做有风险的贷款。

富国银行当时的总裁是卡尔·理查特（Carl Reic hardt）。他从1983年开始经营这家银行，成绩显著。在他的领导下，银行的收益增长率以及资产回报率均高于平均值，而且他们的运营效率是全国最高的。理查特还建立起坚实的放款业务。

巴菲特说：“拥有一家银行绝非是无风险的。”但是在他的头脑中，拥有富国银行的风险主要围绕以下三方面的可能性。

加利福尼亚的银行面临大地震的具体风险。这一风险可能完全摧毁借款人，进而摧毁贷款给它们的银行。

第二种风险是全局性的——发生企业萎缩或者金融恐慌的可能性，这种恐慌是如此之强烈以至于殃及所有高度借贷的机构，不论这家机构的经营如何也不能幸免。

目前市场的主要恐惧在于，由于建设过度，西海岸的不动产价值会下跌，并将这个损失转嫁给融资给它们的银行。

巴菲特说，目前上述场景哪一种都不可能排除在外。然而他得出结论说，基于最好的证据，发生地震和金融恐慌的概率都极低。（巴菲特没有给出具体数据，但低概率可能是低于10%的概率。）

然后他将注意力转向第三种场景的概率。他分析认为，不动产价值的

下跌不应对妥善经营的富国银行产生太大的问题。巴菲特解释说：“考虑一下具体数字吧。富国银行目前税前的年收益在扣除贷款损失的3亿美元之后，仍超过10亿美元。如果银行全部480亿美元贷款的10%——不只是不动产贷款，遭受像1991年那样的重创，而且产生损失（包括前期利息损失），平均损失量为本金的30%，公司仍能保本不亏。”然而要知道，银行放贷业务的10%遭受损失就等于企业遭受了严重的经济萎缩，这种情况已被巴菲特排在低概率一档之中了，但是，即使这种事情真的发生了，银行仍能保本。巴菲特继续说：“如此糟糕的一个结局——我们认为发生的概率很低，似乎不可能，也不会使我们沮丧。”

在巴菲特脑中罗列出的这几种场景，哪一种对富国银行产生长久重大损失的概率都很低。尽管如此，市场仍将富国银行的股价打压了50%。在巴菲特的头脑中，购买富国银行的股票赚钱的机会是2:1，相对犯错误的可能性只会减少不会增加。

尽管巴菲特对其概率判断没有给出具体数字，但这并不能减弱他思考过程的价值。用概率来思考，不管是主观概率还是客观概率，都使你对所要购入的股票进行清醒和理智的思索。巴菲特对富国银行的理性思考使得他能够采取行动并从中获利，而其他人们的思维则欠清晰。巴菲特说：“请记住，如果你用概率权重来衡量你的收益，而用比较权重来衡量你的亏损，并由此相信你的收益大大超过你的亏损，那么你可能刻意地进行了一桩风险投资。”

可口可乐股票的购入则是另一回事。如果富国银行的购入让我们看到

巴菲特是如何亮出各种情况并对它们逐一进行概率判断的，可口可乐交易则让我们看到，当他认为概率是百分之百肯定时，他是如何做的。在可口可乐实例中，我们看到巴菲特是如何实施他的指导原则之一的：当成功的概率非常高时，押大赌注。

巴菲特在购入可口可乐股票时，并未使用贝叶斯分析法。相反，他经常说可口可乐代表着几乎肯定的成功概率。因为可口可乐有着100多年的投资业绩数据可查，这些数据构成了一幅频数分布图。运用贝叶斯分析程序加上后续信息，巴菲特了解到以郭思达（Roberto Goizueta）为首的管理层所做的事情与前面有所不同。郭思达正在卖掉营业业绩欠佳的企业，并将收入所得重新投向业绩良好的糖浆企业。巴菲特知道可口可乐的财政收益将会好转。不仅如此，郭思达还在买回可口可乐的股票，从而进一步增加了企业的经济价值。

自1988年起巴菲特就注意到，市场上对可口可乐的定价比其实际的内在价值低了50%~70%。与此同时，他对公司的信念从未改变过：他坚信可口可乐股击败市场收益率的概率正在不断地上升、上升、再上升。那么巴菲特是怎么做的呢？在1988~1998年间伯克希尔-哈撒韦公司总共购买了可口可乐公司10亿美元的股票，占据了伯克希尔证券投资总值的30%以上。到1998年底这笔投资价值130亿美元。

## 凯利优化模式

每次踏入赌场，你成为赢家踏出赌场的概率都极低。对此你不用感到惊讶，我们都知道庄家有最佳的机会，但是有一种游戏，如果玩法正确可以给你合理的机会打败庄家——21点。在一本全球畅销书《打败庄家：21点游戏的获胜战略》（Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-one）中，爱德华·桑波（Edward O. Thorp），一位训练有素的数学家列举了智胜赌场的程序。

桑波的战略是基于一个很简单的概念。当一副牌里有很多10、大于10的头像牌及A时，玩家（也就是你）就占有打败庄家的统计优势。如果你给高分值牌分配-1，低分值牌分配+1，你很容易对所发出的牌进行跟踪；你只需保持在脑中计数，每出现一张牌，就增加一分或减去一分。当你数的数转成正数时，你知道有更多的高分值牌即将出现。聪明的玩家将他们的最大赌注押在牌点数达到相对较高的数值上。

深藏于桑波书中的原理是对凯利赌博模式的引用，而凯利赌博模式的灵感则源于克劳德·香农（Claude Shannon）——信息理论的创始人。

克劳德·香农是20世纪40年代贝尔实验室的一位数学家，他工作的多半时间花费在试图找到一种最理想的通过铜线来传输信息的方法，而此信息又不会受到不规则分子噪音的干扰。1948年在一篇题为《通信的数学原理》的文章中，他描述了他的发现。文章给出了如何将最大量的信息通过

铜制电线传输的数学公式，公式考虑到信息传输的成功概率。

几年后，另一位数学家凯利（J.L.Kelly）读了这篇文章，发现它的数学公式完全可以被用在赌博上。这是人类了解成功概率的又一努力尝试。1956年凯利发表了《对信息率的新理解》一文。文中他指出，香农的各种信息传送率与机会成功率实际上是一回事——都是概率问题，同样的公式可以用来优化二者。

凯利优化模式也可称为优化增长战略，它的原理是如果你知道成功的概率，你就将你资金的一部分押上从而优化你的增长率。它的公式可表达为：

$$2p-1=X$$

你应押上的资金的百分比（X）等于2倍的获胜概率减去1。例如，如果你打败庄家的概率为55%，你应该押上你资金的10%来获取你赢局的最大增长。如果打败庄家的概率为70%，你就押上40%的资金。如果你知道获胜的机会为100%，凯利模式就会告诉你押上你赌资的100%。

凯利模式达到最优化有两个标准：（1）用最短的时间达到获胜的水平；（2）取得最大的财富增长。例如两个21点玩家，每个都有1000美元的赌资并将玩24个小时。第一位玩家受限制每手发牌只能下注1美元。第二位玩家则可依照牌的有利与不利改变赌注。如果第二位玩家使用凯利模式，每次下赌的比例都反映获胜的概率，那么在24小时结束时，第二位玩家有很大的可能性打败第一位玩家。

股市的情况比起21点来当然是更加风云变幻。21点游戏仅有有限的牌数和有限的概率结果，而股市则拥有成百种普通股，更有成百万的投资者，它的结果也几乎是不计其数。使用凯利模式就要不断地在投资决策过程中进行调整和计算。然而凯利模式中的主要概念：将投资规模与概率成功率通过数学挂钩，对集中投资者具有重大意义。

让我们还是借用上述两个赌家赌24小时这个例子。这次不赌21点，他们改在股市上进行投资。第一位投资者限制每次只能投资他资金的1%，第二位投资者则允许根据其观察的成功概率来改变投资比例。哪位投资者在固定的期限内更有可能取得最大程度的资金增长呢？是这位明知每笔股票权重机会都不等但仍在每笔交易上都押1%的投资者呢，还是那位等待高概率机会的出现然后押大赌注的集中投资者呢？

巴菲特在分配伯克希尔的投资资金时是否应用了凯利优化模式我们无从可查，但是凯利的概念是一个理智的思维过程。从我的角度看，它明白无误地反映出巴菲特的思维过程。巴菲特曾敬告投资者要耐心等待，直到最佳机会出现，然后押大赌注。在任何情况下我都发现凯利模式作为一个数学解释是非常有用的，它有助于人们更好地理解证券资金的分配过程。

我相信凯利模式对集中投资者是一种有魅力的工具，但是只有那些使用得当、反应灵敏的人才会从中受益。采用凯利模式是有风险的，所以了解它的三项制约不失为明智之举。

第一，任何投资者，不管是否使用凯利模式，都必须放眼进行长线投



资。即使21点的玩家已掌握了打败庄家的模式，成功也未必能在前几副牌中显现出来。对投资也是同一道理。有多少次投资者已选对了投资的公司，但市场对选对的公司最终奖励的时间上却显得不紧不慢，悠闲自得。

第二，对使用借贷投资一定要谨慎。借贷股市投资的危险性（证券交易的顾客保证金账户）已被本·格雷厄姆和巴菲特大肆宣传过了。如果你在顾客保证金账户上使用凯利模式，股市的下跌可能迫使你放弃你的高概率赌注。

第三，在玩高概率游戏时的最大危险在于下赌过高的风险。如果你判断某事件的成功概率为70%而实际上它的成功概率仅为55%，你冒着“赌徒灭顶之灾”的风险。减小这种风险的方法是保守下注，将凯利模式中的赌注减半或部分使用。这增加了你赌注的安全性，而且提供了真实的心理舒适度。例如，如果凯利模式告诉你用你资金的10%下注（表明成功概率为55%），你可以选择投资5%（凯利赌注减半模式），而凯利赌注百分比模式则为证券投资管理提供了安全边际。这种投资比率的安全边际加上选股的安全边际一起为投资提供了双层保护。

由于押注过度的风险大大超过了保守下注的惩罚，所以对于投资者，特别是刚刚涉足集中投资战略的投资者，应该使用凯利赌注百分比模式。不幸的是，减小你的赌注也减少了你潜在的收益。由于在凯利模式中赌注与收益的关系呈抛物线状，故保守下注所受到的惩罚并不严厉。在凯利赌注减半模式中，赌注减了50%，潜在的收益仅减少25%。

现在是做小结的时候了。

为了从凯利优化模式中获益，你首先必须愿意从概率的角度来思考股票的买入。

你必须愿意进行长期投资以获取回报。

你必须避免借贷投资，因为它有不幸的结局。

你每下一次赌注都要保留一定的安全边际。

爱德华·桑波说：“凯利优化系统是为那些希望自己的资本翻倍增长，并看着它在一段较长的时间里增长的人而设置的。如果你有足够的时间和耐心，那么它会为你发挥功效。”

## 保险与投资一样

巴菲特说：“保险与投资很相似。如果你认为你每天都要投资，那么你将犯很多的错误。”成功的投资或成功的承保“都要等待肥得流油的机会出现”。

沃伦·巴菲特进入保险业务的时间是1967年，即伯克希尔-哈撒韦购入国立赔偿公司（National Indemnity Company）的那年。从那以后，巴菲特先后购入了几家保险公司，其中包括政府就业保险公司以及近期的通用再保险公司（General ReCorporation）。政府就业保险公司是一家汽车保险的直接承保商。由于公司直接将保险卖给客户，绕过中间代理商，故政府就业保险公司已成为低成本保险的供应商，目前拥有占据1000亿美元的汽车保险市场业务的很大一部分份额的实力。通用再保险公司1998年完成160亿美元的兼并，使伯克希尔-哈撒韦公司成为全球范围内最大的超级灾难再保险人。

超级灾难的保单由各大主要保险公司购买用于保护自己免受自然灾害，如飓风或地震引起的金融损害。一般来说主承保人会选择在某一档次上承保某单一灾害事件的发生，然后通过另一承保人对此进行高门槛的再保。伯克希尔-哈撒韦公司不仅为这些超级灾难的主承保人提供保险，而且也防范最可怕事情发生的保险公司提供再保险业务。

为超级灾难保险定价是一件很棘手的业务，因为频数分布和精确的数

据都不可得（飓风和地震发生的次数都不足以建立可靠的统计数据；相反，汽车保险可以依赖大量数据的法则）。巴菲特说：“灾难承保商不能仅凭过去的经验推断。例如，如果‘全球变暖’真的发生，灾难发生的概率就会改变，因为气象条件的每一丝细微变化都会对天气情况产生巨大影响。”巴菲特继续说：“而且，最近几年，人口的剧增使海岸保险的价值剧增。沿海地区是最易受袭击的地区，而飓风又是超级灾难的罪魁祸首。20年前，由飓风引起的赔偿金额现在很容易成为价值10倍的赔偿。”

由于很难预测地震或飓风的爆发时间，你可能会假定这些事件的预计概率完全是一场掷骰子游戏，但并非如此。巴菲特说：“即便分析风险达不到十分的准确，我们还是可以明智地低线承保。毕竟，你无需知道一位老人的实际年龄就可知道他是否太老以至于不能参加选举，你也无需知道他的实际体重，就可知道他是否需要节食。”巴菲特解释说这不是一门精确的科学，它的不确定性可能会使其他人不放心，但巴菲特很放心。他说：“我可以肯定地说我们有世界上最佳的人选——阿吉特·杰恩（Ajit Jain）来经营我们的超级灾难业务，他对伯克希尔-哈撒韦的价值是无比巨大的。”

阿吉特是伯克希尔超级灾难业务的开创人，也是“领路天才”。他生于印度，毕业于哈佛商学院，曾为IBM公司和麦肯锡咨询公司（McKinsey Consulting）工作过，尔后他加盟了伯克希尔-哈撒韦公司的国立赔偿公司。阿吉特具有前瞻性，他看到了对大型超级灾难进行投保的与日俱增的需求，并且认识到伯克希尔的财力使它具有从事此项业务的优势。

与巴菲特一样，阿吉特深刻地认识到主观概率分析这一技巧的重要

性。“超级灾难业务的现状是我们没有多少有价值的数据可供分析。你所做的是从历史数据开始分析，然后做出某种预测，它是一种非常主观的艺术形式。”

超级灾难保险业务是低发生频率、高发生效果事件环境的典型范例。集中投资也是这样。你还记得吧，集中投资者很少下注，一旦下注就押在高概率事件上。如果管理得当，集中证券投资的失败频率较低，但失败真的发生了，后果将是惨重的，证券投资会遭受高于正常水平的重创。

我曾有机会问及查理·芒格，集中投资与超级灾难保险之间的相似性。他笑着告诉我：“二者的思路是相似的。”如果真的如此，那么超级灾难保险的历史将会为我们对集中投资者的预期找到些感觉。巴菲特说：“从本质上讲，超级灾难承保业务是所有保险业务中波动最大的一种。由于真正的大灾难极少发生，我们的业务在多数年份里可以预期较大幅度的利润，偶尔也记录较大的损失。然而你必须明白，在超级灾难业务中，最可怕的年份不是可能发生灾难，而是肯定发生，唯一的问题是什么时候发生。”

在多数年份里获取大量利润，偶尔遭受大量损失，在某一年份遭受重创，这些就是用于描述集中投资风格和超级灾难保险的主要特征（回过头来想想第4章中主要集中投资者的业绩史：凯恩斯、芒格、罗纳以及辛普森）。既然超级保险业务的潜在风险这么大，为什么巴菲特还要促进超级灾难保险业务的展开呢？原因与他拥护集中投资战略是一样的。

巴菲特解释说：“我们会不时地遭受重大损失，但是芒格和我愿意接受

这种波动较大的结果，以换取长期的优良收益，而用其他的方法是不可能取得这么好的收益的。由于多数券商选择平衡的战略，我们被赋予了这种竞争优势，我们试图尽量最大化我们的优势。换句话说，我们宁愿要波浪起伏的15%，也不要四平八稳的12%。”

## 一切都取决于成功的可能性

“我喜欢的模式——用一种简化的概念来解释普通股市场发生的情况，就是赛马场上的赢家分享全部赌金的方法。”查理在一次南加州大学的演讲中解释道。“如果你仔细想想，就会明白赛马场分享赌金的方法就是一个股票市场系统。每个人都进去押注，机会也随着赌注的变化而改变，这就是股市所发生的情况。”

顺着这条思路，查理以他独有的方式解释道：“就连傻瓜也能看出，一匹马如果载重量小、获胜纪录高，且占位有利，要比另一匹载重量大、纪录差的马有大得多的获胜机会，等等。如果你看一下场内的投注比率，坏马投注赔率为100:1，而好马则为3:2，这下从统计学讲哪种是最佳赌注就很难分清了。价格变化的方式使你很难找出计算赌金的系统。”

查理的赛马类比对投资者是最好的写照。投资者经常被高投注比率但又毫无获胜机会的投资所吸引，或者有时投资者选择有把握的投资，但又没有充分考虑回报率。对我来说，在赛马场上或股市上最明智的做法是按兵不动，耐心等待，直到那匹好马出现在有很大获胜机会的位置上才出击。

安德鲁·贝依（Andrew Beyer）是《华盛顿邮报》的专栏作家，也是好几本纯种马赛马书籍的作家，曾花了几年的时间观察赛马场上的人下注，他看到太多的人由于鲁莽急躁而输钱。在赛马场上就如同在其他地方一

样，赌徒心理（马上参与其中的急不可耐，押注、掷骰子、拉杆，做点什么）促使着人们愚蠢地下注，而毫不考虑自己在做什么。

贝依对这种急于参与游戏的心态很了解。他忠告游戏者在下注时使用两种战略：一种为游戏下注，另一种为认真下注。认真下注是为那些严肃的玩家基于下述两个条件而设置的：（1）对获胜能力有很大的信心；（2）回报比率比一般情况要高。认真下注法需要大笔的资金，而游戏下注，正如名字所显示的，是为那些毫无获胜把握，只凭预感急于满足参与心态的人而设置的，它们只是小笔赌资，永远不要允许它们成为赌博者赌资中占大头的部分。

当赌马者开始混淆认真下注与游戏下注的界限时，贝依说：“他将不可避免地迈向最终导致他手忙脚乱、胡乱下注的深渊，他的选择也将没有强弱之分。”



## 一种新的思维方式

将数学和概率计算应用于投资决策之中，这个理念似乎颇具挑战性，而且你不是唯一感到害怕的人。正如查理·芒格所指出的那样，多数人“在与普通概率和数字打交道时都像一个十足的傻瓜”。努力学习概率论是否值得呢？毫无疑问值得。

还是让我们暂且退一步，回顾一下我们本章所学内容，从而有一个整体概念。

当我们检验沃伦·巴菲特管理证券的方法时，我们首先注意到的是他坚信在高概率事件上下大赌注。这使得我们提出第一个问题：什么是概率？我们如何决定它的大小？

## 概率的计算

如果你所调查的事件仅有有限的几种结论，概率计算就是简单的加减乘除法。一个骰子只有6面，所以其中任何一面朝上的概率为 $1/6$ 。如果可能结果的数量是无限的，而且你能找到大量过去的事例，你可以基于频数分布得出概率。这就是我们预测远期天气状况的方法，也是汽车承保商建立不同级别驾驶员保险费率的办法。

如果可能结果的数量是无限的，但你无法得到充足的重复数据以建立

频数分布，那么你只有使用主观概率分析法，尽可能收集较多的信息。在这种情况下，你的概率数据与你对自己分析的信心水平相一致。

不管使用上述哪种方法，你最终的结果是决定某事件将发生的概率并用百分比来表示，如50%、70%或其他。

这就是你基于目前最佳信息所得出的概率预测，但是如果新的信息又出现了该怎么办呢？

## 调整计算以包括新的信息

假如新信息出现了，又假设该信息明确地表示局势将因条件的改变而改变，此时你将面临一个决策树：如果X发生，成功的概率为55%，如果Y发生，成功的概率将变为70%。

这就是贝叶斯分析法。你得出的结论可能会比较复杂，因为它有多种变量，但决策的过程是相同的：考虑每种变量，收集所有可得资料，从多方面全面彻底地对每种情况进行分析，然后对每种结论进行概率计算。当然，如果你对数字很在行，它会有所帮助，但它不是一个必要的天赋。

现在，我们对概率论有了充分的了解，我们可以回答第二个问题了：你应该赌多少？换句话说下多大的赌注？

## 决定赌注的大小

凯利优化模式将告诉你下注多少，并以分数的形式来表示。当整体局势是复杂而易变时，就如同股市的局势那样，你不可能机械地套用凯利公式。你要为不断变化着的因素留出余地，但基本的概念仍是适用的：随着概率的上升，投资数量也随之加大。

现在，我们已对两项要素有所了解：概率与投资规模。还有最后一个问题有待回答：你什么时候应该出击？只有当成功概率完全对你有利时方可出击。

## 观察投注比率

被人们看好的马有最高的成功概率，但对它下注未必合算，因为投注比率仅为3:2，利润潜力并不令人感到兴奋，但如果你所得的信息令你相信，另一匹马也有高获胜概率，但它的投注比率要更优越，这是你下注的好时机。

## 概率论与股票市场

现在让我们远离赛马场，也远离理论，把上述的一切都融入股票市场的现实当中去，其基本的思路是相同的。

1.计算概率。作为一个集中投资者，你将自己限制在少数几种股票上，因为你知道从长期角度看，这是你比市场做得更好的最佳机会，所以每当你想买一种新股时，你的目标是确保你的选择将在业绩上超出市场。这就是你要考虑的概率问题：此种股票有多大概率将来在经济回报上超出市场水平？

如果信息可得则使用频数分布，如果信息不可得，则使用主观概率分析法。你要看看你所考虑购买的公司多大程度上符合沃伦·巴菲特的基本原则（见第1章中的图框）。你要尽可能全面地收集公司的资料，用这些基本原则衡量公司的价值。将你的分析转换成数字，这个数字代表着这家公司成为赢家的可能性。

2.根据新信息对数字进行调整。你要耐心等待直到投注比率转为对你有利时方可行动。与此同时，密切注视公司的一举一动。公司的管理层是否开始对此有所反应？公司的财务决策是否开始改变？有没有改变公司运营竞争环境的事件发生？如果有，则概率将发生改变。

3.决定投资数量。在你所有的投资基金中，你将为这笔购入投资多大

比例？使用凯利计算公式，然后做相应的下调，大概下调一半为好。

4.等待最佳机会。当成功概率转向你方时，你就拥有了安全边际；局势越不明朗的情况下，你就越应当留出更多的安全边际。在股市上，安全边际是由股价的折扣来实现的。当你喜爱的公司正在以低于其内在价值出售时（内在价值已在你分析概率的过程中给出定值），这是你出击的信号。

很明显，上述过程将循环反复地进行。当条件改变时，概率也随之改变。有了新的概率就需要新的安全边际，由此你也要调整构成最佳时机的感觉。如果这一切对你来说太困难，你可以设想你每次开车时遇到的上百种选择以及你随时随地对你遇到的新情况做出的反应和调整。你手中的赌注实在太大了——你个人的安全以及他人的安全，但你并没有花太多的心思就进行了应变。相比之下，跟踪几家公司的信息相对容易得多。这只是经验的问题。

查理说：“人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋，但是人类如果努力去了解、去感知——通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注。”查理说：“聪明的人会在世界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时他们下了大赌注，而其余的时间他们按兵不动，事情就是这么简单。”

## 数字之美

这个世界上充满了热爱数字的人，他们对数学的欣赏就像人们对古典音乐或精美的古董家具的欣赏一样。对他们来说，谈论概率计算本身就是一种乐趣。

对其他人来说，数学仅是一种工具，它可以帮助我们做事或增加我们对事物的理解。像其他所有的工具一样，在这章中数学需要我们花时间去适应它。你用它做的练习越多，它就变得越容易。

查理说：“对这种初级数学，你必须学以致用而且日积月累地应用于生活中。如果你不能将这种初级数学中的初级概率应用于生活中的方方面面（尽管应用得有些不自然），那么你的一生就像一个瘸腿的人参加赛跑，永远处于不利的地位。如果拥有这种数学能力，你就会比别人拥有巨大优势。”

毫无疑问，巴菲特的成功与其数学能力密切相关。查理承认道：“我与巴菲特工作这么多年，他这个人的优点之一是他总是自觉地从决策树的角度思考问题，并从数学的排列与组合的角度思考问题。”多数人则不这样做。多数投资者似乎以一种先入为主的心态从多角度考虑问题，他们趋向于从不同的角度做出决策，而忽略概率的计算。

以概率的方式思考问题并非是不可能的，它要求我们以不同的态度来



对待问题，况且如果你的投资分析假设不以统计概率数字来表示，你得出的结论就有带感情色彩之嫌。在下一章中我们会看到感情会使我们误入歧途，特别是对金钱的感情。

如果你能教会自己从概率的角度思考问题，你将从此踏上获利之路，并能从自身的经验中吸取教训。市场对可口可乐公司或其他杰出公司的内在价值大幅低估的情况也许不会常出现，但是当它的确发生时，你应当在财力上和心理上都做好押大赌注的准备。与此同时，你应继续保持对股市的研究，你应相信市场一定会在某一天给你一个压倒一切的极好的投资成功机会。巴菲特说：“考虑到成为不可避免、必将发生的事情的代价，我和查理都意识到，我们永远都达不到漂亮的50点，甚至连闪光的20点也达不到。为了应付我们的证券投资里注定要发生的事件，我们只能多增加几分概率。”

## 第7章 投资心理

我几乎是在违背自己意愿的情况下得出判断失误这一结论的；我一直拒绝这一结论，直到有一天我意识到我的这种心理正在耗去我的大量钱财。

——查理·芒格

心理学是研究人类行为的多变性及多重性的，它在有效市场假设理论以及现代证券投资组合理论里并不占有一席之地。根据有效市场理论倡导者的观点，市场之所以有效是因为投资者在充分享有信息的好处之后，会立即理智地定出证券的价位。

但人又是从什么时候开始对金钱理智的呢？

人的生存要与很多方面发生联系，其中与金钱的联系是最具有感情色彩的了。我们在生活中做出的众多决策中，金融决策是最具感情色彩、最不符合逻辑的。那种将人的因素排除在外、不加考虑而又企图加深对金融的理解的做法，就好像使用指南针航海但又没有航海图一样：你忽略了一半的计算公式。

当我们探讨股市问题时，将人的因素考虑在内是至关重要的。环境越抽象——对很多人来说股票是件抽象的事物，无形的心理因素就变得越强有力。在后面我们将会看到，许多驱动人们购股的决策只能用人类行为学

原理给予解释。由于市场是由所有购股者的集体决策所构成的，所以可以毫不夸张地说整个市场就是被人们的心理因素推来拉去。

长期以来有效市场理论已被人们广为接受，在人们心中的地位可谓根深蒂固。任何人在谈论市场时，即便包括心理学概念也是以一种施舍的态度，而且这也是近期才有的态度。在过去的几年里，我们已经看到一些近乎革命性的变化，一种从人类行为学的角度看待金融问题的崭新态度。这种将经济学与心理学相结合的做法被称为行为金融学。行为金融学目前正在从大学的象牙塔里走出来，成为投资专业人士信息交流的一部分……这些专业人士回头望去，将会发现微笑着的本·格雷厄姆的影响。

## 本杰明·格雷厄姆

本·格雷厄姆被广泛地奉为金融分析之父，他教授了三代人如何操盘股市。毫不夸张地说，他的价值投资理论帮助了成百上千名股民选择股票，但人们经常忽略了格雷厄姆对投资心理学的教诲。在《证券分析》与《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）两本书中，格雷厄姆用了大量篇幅解释投资者的感情怎样引起了股市的波动。

格雷厄姆认为，投资者的头号大敌不是股市，而是他们自己。尽管拥有超级的数学、金融、财会技能，那些不能控制自己情绪的人不可能在投资过程中获利。

作为格雷厄姆最著名的学生，沃伦·巴菲特解释说：“格雷厄姆的策略

有三项重要原则。”第一项原则是将股票看成企业，这将“使你与市场的多数人用完全不同的视角看待问题。”；第二项原则是安全边际原理，这将“赋予你竞争的优势。”；第三项原则是用真实投资者的心态来对待股市。巴菲特说，“如果你有了这种心态，你就走在了市场上99%的操盘手的前头——这是一种巨大的优势。”

格雷厄姆说，形成投资者心理，是一个从资金上到心理上都为市场出现不可避免的上下波动做好准备的过程。你不仅仅从理智上知道市场下挫即将发生，而且从感情上镇定自若，从容应对。按照格雷厄姆的观点，对市场下挫的从容应对，就像一个企业家面对不具吸引力的报价一样：不予理睬。格雷厄姆说：“一个真正的投资家极少被迫出售其股票，而且在其他任何时候他都有对目前市场报价置之不理的自由。”

为了进一步澄清他的观点，格雷厄姆创造了一个寓言式的人物，他称之为“市场先生”。著名的“市场先生”的故事，为我们了解股价为什么定期失去理智上了生动的一课。

假设你和“市场先生”是私有企业的合作伙伴。每天，“市场先生”都要毫无例外地向你报价，他或者报他愿意向你购买股权的价，或者报向你出售股权的价。你们共同拥有的企业非常幸运，经济状况十分平稳，但“市场先生”的报价却一点儿也不平稳，因为“市场先生”的情绪不稳定。有时他情绪高昂，眼前一片光明，每当此时他会报出很高的价。另一些时候“市场先生”受到打击，眼前一片漆黑，困难重重，此时他报的价就极低。

格雷厄姆说，“市场先生”还有一条惹人喜爱的特点——他不介意遭受冷落。如果他的报价无人理睬，他明天又会回来重新报价。格雷厄姆警告说，“市场先生”的智慧并无用处，但他的笔记本却很有用。如果“市场先生”表现愚蠢，你完全有权忽略他或利用他，但切记不可被他牵着鼻子走。

格雷厄姆说：“如果投资者面对毫无理由的市场下挫，持股下跌，总是惊慌失措，弃股而逃，或者总是无端地担心，那么他就违反常规地将自己的优势转变为劣势，而此时恰恰是那天股票根本没有被报盘的人最好，因为他们免于遭受由别人的判断失误所带来的痛苦。”

不要因别人的错误判断而落荒而逃，这就是格雷厄姆教给我们的一课。这一课巴菲特不仅学到了家，而且反过来督促其他所有的人效法。我们很容易看出为什么沃伦·巴菲特在多次场合上与伯克希尔-哈撒韦的股民们分享“市场先生”的故事。巴菲特经常提醒成功的投资家不仅需要有良好的对企业的判断力，同时也需要保护他们自己不受“市场先生”情绪漩涡影响的能力，正如他经常用“市场先生”的故事提醒自己一样，在市场的愚蠢面前一定要防微杜渐。

## “市场先生”，来见见查理·芒格

早在60多年以前，本·格雷厄姆就开始记录存在于市场上的不理智行为，以及投资者如何能保护自己，免于犯错。然而，这么多年以来，投资者的行为并无太大的改变。投资者仍然感情用事，恐惧与贪婪仍然主导市场，愚蠢错误仍占据今天的主流。

带有偏差的思维迹象比比皆是。我们看到思维偏差出现在我们的朋友、家人以及其他亲密的同事身上，如果我们是诚实的，它甚至也发生在我们身上。如果这样紧紧抓住亲密的人不放令人感到不舒服的话，我们也可以从专业人士所做的调查中找到现实状况。1997年，一位加利福尼亚大学的行为经济学家泰伦斯·奥登（Terrance Odean），发表了他的一项研究，题目为“为什么投资者交易过度？”在这项研究中，他总结了他对1万名匿名投资者进行观察的结果。

在7年多的时间里（1987~1993年），奥登跟踪了随意抽选的1万主要证券代理公司账户的97483笔交易。首先，他发现这些账户的平均年换手率达到78%。这意味着投资者将他证券投资的近80%卖掉又重新购入。其次，他将这些证券的业绩以4个月、1年和2年的期限与市场的平均水平进行比较，得出两项惊人发现：（1）投资者购买的股票业绩总是紧随市场之后；（2）投资者卖出的股票实际上是击败市场业绩的股票。奥登计算了一下，以一年为期限，那些卖出的股票比买入的股票的业绩在交纳代理佣金

之前平均高出3个百分点。

究竟是什么激励我们参与如此低效的交易呢？由于我们无法询问这1万人中的每一位投资者他们是怎么想的，故原因不得而知。他们可能会有1万种不同的理由，但是我们可以肯定地推断一件事：当某件事与金钱和投资相关时，人们经常会判断失误。

或许我们应当走得再远一点。尽管我们已经能够找出不理智的行为，但我们还不能够解释，为什么投资者选择这条起伏不定的道路。答案可以在对心理判断失误理论的深入分析中找到。为了开始这项调查，我们转而寻求查理·芒格的帮助。

芒格对人们如何从不同领域积累点滴知识，并将它们结合起来形成真正的智慧这方面有深刻的研究。他说，很显然，在投资中我们不仅需要掌握基础的金融和财会知识，我们同样需要掌握统计学和概率论的知识，但是我们需要学习的最重要知识之一是心理学理论，特别是他强调学习所谓的心理判断失误理论。

芒格认为，一个关键的问题在于我们的脑子在分析问题时善于走捷径。我们轻易地跳到结论上去。我们很容易被误导，被人操纵。查理说：“从我个人来讲我就容易受误导，所以我现在使用双重分析法。首先，从理智的角度考虑，哪些是真正控制股权的因素？其次，哪些是在潜意识里自动产生的潜在影响？这些影响总的来说是有用的，但经常误导我们。”他利用双重分析来进行投资决策：首先考虑理智预期和概率；然后仔

细评估心理因素的影响。

对心理判断失误理论进行全面综合的解释，会占本书的过多篇幅，然而心理学里有几个重要课程需要引起我们的重视。具有讽刺意味的是，对心理判断失误理论研究最深入的是芝加哥大学经济系，而正是该系的几位诺贝尔奖获得者，因提出理智投资者有效市场理论而更加闻名，但是康奈尔大学的经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler）加盟了芝加哥大学经济系，他加盟的唯一目的是对投资者的理智行为提出质疑。



## 行为金融学

行为金融学是一门调查研究，它通过使用心理学理论来解释市场的低效行为。学术界包括塞勒本人观察到：人们在与自己的金融事务打交道时，经常犯愚蠢的错误或做出不符合逻辑的推论，于是他们开始深入挖掘心理概念用以解释人们思维中的不合理性。如前所述，这个领域是一个相对较新的研究领域，但是我们了解到的内容却相当令人振奋，而且它对聪明的投资者是非常有用的。

## 过度自信

许多心理研究表明，人们发生判断失误是因为总体来说人们过于自信。如果选一群人做样本，问他们有多少人相信自己的驾驶技术是高于平均水平的，有一大半以上的人会说他们是极佳的驾驶员，这就留下一个问题，谁是差劲的驾驶员？另一个例子出现在医疗行业。当问及医生时，他们说他们对肺炎的诊断成功率达到90%，而事实上他们只有50%的准确性。

就信心本身来讲，这并不是一件坏事，但过度自信则是另一回事。当我们处理金融事务时，它就尤其有害。信心过度的投资者不仅自己做出愚蠢的决策，而且对整体市场会产生强大的影响。

投资者一般都表现出高度的自信，这是一种规律。他们想象自己比别

人都聪明而且能选择获利的股票，或者至少他们会选择聪明的券商为他们打败市场。他们趋向于高估券商的知识和技巧。他们所依赖的信息也是能证实他们正确的信息，而对反面意见置之不理。更糟糕的是，他们头脑中加工的信息都是随手可得的信息，他们不会去寻找那些鲜为人知的信息。

你有什么证据来证明投资者信心过度呢？按照有效市场理论，投资者本该买股并持股，然而在过去的几年里，我们却经历了交易量的大幅度上升。理查德·塞勒则认为投资者和券商都被赋予一种信念，认为他们掌握着更好的信息，他们比别人更聪明，所以他们能获胜。

信心过度解释了为什么许多券商做出错误的市场预测，他们对自己收集的资料信心过度。如果所有的券商和投资商都认为，他们的信息是正确的，他们知道一些别人不知道的消息，结果将是更大的交易量。

丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）说：“人们最难以想象的一件事情就是，你并不比一般人更聪明。”丹尼尔是普林斯顿大学心理学和公共关系学的教授。然而更令人伤心的现实是，并非每个人都能够比一般人聪明。信心过度不仅有助于解释交易量过大的问题，而且也解释了在过去几年里市场所经历的巨大波动。卡内曼相信信心过度极有可能促发前美联储主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）所忠告的“股市疯长”。尽管分析家对高估股市早有忠告，但投资者还是一窝蜂地挤回股市。

## 反应过度倾向

塞勒指出，最近的几项研究表明，人们是如何将重点放在几个偶然事件上，并认为自己已把握了趋势的。投资者尤其趋向于将注意力放在最近时期所得的信息上，并由此做出推论，如去年的收益报告在他们心中就成为未来收益的信号。然后他们相信自己已看到了别人没有看到的趋势，并从这种人为的推理中很快做出决策。

信心过度在此当然发挥了作用。人们相信他们对信息的理解比别人更清楚，对信息的判断比别人更准确。不仅如此，信心过度经常被反应过度所加剧。行为学家了解到，人趋向于对坏消息反应过度而对好消息反应迟缓。心理学家将此称为反应过度倾向。如果短期收益报告不好，一般投资者的反应是过激的不加思考的反应，这对股价产生了不可避免的影响。

塞勒将这种过度重视短期业绩的做法描述为投资者的“短视”行为（医学上称近视），并相信如果他们不接受月度报告，多数投资者的效益反而会更好。在他与其他行为学家共同做的一项研究中，他的观点被以一种戏剧性的方式所证实。

塞勒和他的同事让一群学生将假设投资资金在股票与政府债券之间进行分配，但在开始之前，他让学生坐在计算机前模拟以25年为期限的证券投资回报。一半学生被给予大量的信息，信息反映出市场波动的本质以及不断变化着的价格。另一半学生则仅给出5年期的短期业绩。然后塞勒让每

组学生为今后的40年分配投资资金。

第一组学生被大量信息轰炸，其中有些信息反映出不可避免的亏损，他们仅分配40%的资金给股市；而另一组收到短期业绩报告的学生则分配了70%的资金给股市。塞勒对这些学生的忠告是：“我建议你们在股票上进行投资，但不要急于打开邮箱看结果。”塞勒每年都要在行为学大会上做报告，这个大会是在全国经济研究局以及哈佛肯尼迪政府学院的资助下召开的。

塞勒还因另一项展示短期决策的愚蠢行为的研究而著名。他将纽约股票交易所的所有股票，按过去5年的业绩进行排序，他挑出35种最佳业绩股票（那些价格上涨最多的股票）以及35种业绩最差股票（那些价格下跌最多的股票），并创立了这70种假设股票的证券投资。然后，他连续持有这些股票5年，并看着以前的“输家”如何在40%的时间里打败以前的“赢家”。在现实世界里，塞勒相信，很少有投资者能够坚守阵地，抵抗价格下跌信号所产生的过度反应，他们也因此痛失了“输家”转为“赢家”而带来的好处。

所有这些都强调了塞勒的投资短视的观念——投资短视导致愚蠢的决策。投资短视产生如此不理智的反应部分应归咎于心理学的另一个原理：躲避损失的内在愿望。

## 躲避损失

根据行为学家的观点，人遭受损失产生的痛苦远大于获得盈利的欢愉。塞勒和许多人所做的试验均表明，人需要两倍的正面影响才能克服一倍的负面影响。在一个50:50的赌注中，如果机会绝对相等，人们不会轻易冒险，除非潜在利润是潜在损失的两倍。

这就是不对称型躲避损失心理：局势不利比局势有利具有更大的影响力，这是人类心理学的基本原理。将此原理应用于股市，就意味着投资者损失钱的难受程度要比因选择正确而赚钱的高兴程度大两倍。这个思维线索也可从宏观经济理论中找到。在宏观经济中，经济高涨期间，消费者一般每创造1美元的财富就增加购物3.5美分，但在经济衰退期间，消费者在市场上每损失1美元就减少消费6美分。

对损失的躲避心理反映在投资决策上，其影响是显著而深刻的。我们都想相信自己做出的是正确决策。为保持对自己的正确看法，我们总是抓住错误的选择不放，希望有一天会时来运转。如果我们不卖掉会产生损失的股票，我们永远也不需面对我们的失败。

躲避损失心理还使投资者过度保守。参加退休金账户计划的人，他们的投资期为10年，却仍将他们资金的30%~40%投在债券上。这是为什么呢？只有严重的躲避损失心理才会使人如此保守地分配自己的投资基金，但躲避损失心理也会产生即刻的影响，它会使你毫无道理地抓住亏损股不

放。没有谁愿意承认自己犯了错，但如果你不将错误的股票出手，你实际上就放弃了你能再次明智投资并获得利润的机会。

## 心中的账目

行为金融学中值得我们重视的最后一项被心理学家称之为心中的账目，它指的是人们随着周围情况的变化而改变赚钱预期的习惯。我们趋向于将资金在头脑中划分成不同的“账户”，然后决定如何使用这些资金。

一个简单的例子就可以说明问题。假设你与你的配偶刚刚外出回家，你掏出钱包准备付钱给替你看孩子的人，但发现原来放在钱包里的20美元不见了，所以当你开车送看孩子的人回家的路上，你在自动提款机前停下，提出20美元交给替你看孩子的人，但当你回家后你发现那20美元在你的夹克口袋里。

如果你与多数人一样，你对这20美元的反应应该是欢欣鼓舞的。你夹克兜里的20美元是“白捡”的。尽管这第1个20美元与第2个20美元都来源于你的活期账户，它们都是你的辛苦钱，但你手里拿着的这20美元是你没想到的，你感到可以随意花掉它。

为了展示这个概念，理查德·塞勒又一次提供了一个有趣的学术试验。在这项研究中，他用两组人进行试验。第1组人被分配30美元现金并有两项选择：（1）他们可以将现金揣进口袋里，走掉；（2）他们可以以掷硬币赌博，如果赢了，他们可以额外得到9美元，如果输了，从他们的钱中扣除9美元。多数人（70%）选择赌博，因为他们盘算，即使输了，他们仍可白白得到21美元。第2组人则被给予不同的选择：（1）试着进行掷硬币赌

博，如果他们赢了，他们将得到39美元，如果输了，他们得到21美元；

（2）直接得到30美元，不掷硬币。有多半数的人（57%）选择直接拿钱。其实两组人赢得的是一样多的钱。机会也完全相等，但是两组人却以不同的方式看待局势。

这项试验的意义是很明显的：我们如何决策投资、我们选择什么方式管理投资是与我们如何看待金钱密切相关的。例如，心中的账目就进一步解释了人们为什么不愿意卖掉业绩差的股票。在人们心中，损失只有在股票卖掉时才变为真正的损失。另一个强有力的联系与风险有关。有关风险忍耐度的全面影响，将在本章的后面讲到。目前，有一点是清楚的：我们更愿意拿白给的钱冒险。从更广意义上讲，心中的账户这一理论突出了有效市场理论的一项不足之处，它显示出市场的价值不仅仅是由信息的总量所决定的，也是由人们加工处理这些信息的方法所决定的。

对人的行为的同一性研究是无止境的，也是令人心驰神往的。令我特别感兴趣的是心理因素在投资领域所发挥的巨大作用，因为这一领域通常被认为是冷冰冰的没有灵魂的数字与数据的世界。当我们必须做投资决策时，我们的行为时常是捉摸不定的，甚至是自相矛盾的，偶尔又是愚蠢的。有时这种不合逻辑的决策会持续下去，毫无定数可言。我们做出的决策不论正确还是错误，都没有充足的、可明确表达的理由。

令人感到特别惊讶，也值得所有投资者注意的问题是，投资者往往对自己的错误决策毫不觉察。我们现在明白了，为了全面了解市场和投资，我们必须对我们本身的不理智行为有所了解。对判断失误心理学原理的研



究，对投资者来说，其价值绝不亚于对资产负债表与损益表进行分析的程度。你可能对评估公司这门艺术很精通，但如果你不花时间了解行为金融学，你将很难改进你的证券投资战略以及投资业绩。

## 风险容忍度

所有金融心理学因素聚合在一起，反映在你身上，就是你对风险容忍的程度，就像一块强大的磁铁将周围的金属物质都吸附在自己身上一样。金融心理学的概念是抽象的，但在你每天做出买卖决策时，这些概念就变得真实起来，而将你做出的所有决策贯穿起来的因素，就是你对风险的感知程度。

在过去的十几年里，投资专业人士投入了大量的精力，帮助人们分析他们对风险的忍耐度。证券代理商、投资咨询家、金融规划者都观察到了每个个体行为的不断变化。当股价上扬时，投资者大胆地向股市里添加投资；而当市场回落时，他们又将投资调回到固定收入证券上。一夜之间，投资者会戏剧性地改变他们的投资组合，卖出股票而买入债券或其他固定收入的证券。这种在激进与保守的投资者之间反复折腾的现象，激发了人们对风险容忍度的研究。

刚开始，投资咨询家认为，分析风险容忍度并非什么难事。通过使用面试和答卷的方式，他们就可以建立一套投资者的风险档案，但问题是，人的容忍度是基于情感之上的，且随着情况的变化而变化。所有上述构成对金钱态度的心理学原理，都可用来测定对风险的反应。当股市大幅下挫时，即使那些在风险档案中非常“胆大妄为”的投资家也变得缩手缩脚起来，而当股价大幅攀升时，不仅是激进的投资者，就连保守的投资者也增

添了新股。

还有另一个起作用的因素，那就是前面提到过的过度自信问题。在我们的文化中，风险承担者是备受人们敬仰的。投资者受此影响，趋向于认为自己很能承担风险，但实际上他们不能。他们的表现就如同心理学家布瑞特（D.G.Pruitt）所描述的“狂想家效应”。

早在20世纪30年代，美国最伟大的幽默作家之一詹姆斯·瑟伯（James Thurber）写了一篇幽默故事，名字叫《沃尔特·米蒂的私生活》（The Secret Life of Walter Mitty）。后来这个故事被拍摄成一部令人难忘的电影，由丹尼·凯伊（Danny Daye）领衔主演。片中的沃尔特是一个缩头缩脑、鼠目寸光的男人，且完全受制于他那彪悍且伶牙俐齿的妻子。他应对这种生活的方法是做白日梦，梦中这个好脾气的沃尔特幻化成一个勇猛顽强的英雄，他总是及时出现并解救众生。片中的他一会儿还在为忘了妻子交待的杂事而痛苦呻吟，另一会儿他变成一位无畏的轰炸机驾驶员，正独自执行一次危险的任务。

布瑞特认为投资者对股市的反应颇像沃尔特对生活的反应。当股价上扬时，他们成为自己眼中的英雄，敢于承担额外风险，但当股价下挫时，投资者拥挤在门口，然后逃之夭夭，不见了踪影。

我们如何克服狂想者效应呢？我们要找出衡量风险容忍度的尺度，这个尺度要尽可能地解释产生这一现象的原因。我们必须深入到标准分析问答题的表层之下，去探求心理驱动因素。几年前，我与维拉诺娃大学

（ Villanova University ）的贾斯廷·格林（ Justin Green ）合作开发了风险分析工具，这种工具不仅强调明显的、直接的风险因素，更强调人的性格因素。我们在研究了大量的风险容忍度方面的文献后（ 其中既有理论性文献也有实证性文献 ），将重要的人口统计因素与倾向进行抽象化，并综合在一起考虑，从而得出更加精确的风险容忍测量尺度。

我们发现承担风险的倾向与两项人口统计因素有关：年龄与性别。老年人比年轻人更不愿意冒险，妇女比男人更小心谨慎。风险似乎与财富的多少没有关系。钱多或钱少对风险的忍耐度好像没有太大的影响。

有两项性格特征与风险容忍度密切相关：自控能力与成就动因。自控倾向指的是人们感觉他们能在多大程度上影响其生活的环境，以及做出生活决策的能力。那些认为自己有控制周边环境能力的人被称之为“内在人”。相反，“外在人”认为自己几乎没有什么控制能力，就像一片树叶被风吹来吹去，无法控制。根据我们的研究，具有高度风险承担倾向的人绝对是属于内在人一类的。

成就动因可以被描述为人们做事的方向感。我们发现善于承担风险的人是方向感很强的人，尽管对目标的高度集中可能会导致深深的失望。

对我们的风险工具进行调整归纳，得出下面一些问题，这些问题可以帮助你了解就自控能力与成就动因两个方向而言你的风险承受力如何。

当然，掌握你自己的风险承受倾向，还不仅仅是在自控能力与成就动因之间划一条相关直线那么简单。为了解开性格特征与风险承受之间的真

正关系之谜，你需要知道你对风险发生环境的看法，也就是说，你认为股市的最终结果是取决于运气的一场游戏，还是一个偶然的两难推理局面，但精确的信息和理性的选择相结合将会产生理想的结果。请看下面一系列问题。

#### A.你是否能控制你的目标？

下面哪句话最好地描述了你的思维？

1. (1) 从长期角度，人们会得到他们应得的尊重。

(2) 不幸的是人们的价值经常得不到认可，不管他们多么努力也不行。

2. (1) 永远不要相信命运。自己制订出决策目标，然后按具体的目标采取行动。

(2) 我发现要发生的事情注定要发生。

3. (1) 你今天的结果就是你昨天的行动。

(2) 有时我感觉我对我生活的道路缺乏足够的控制力。

#### B.你是否重视成就？

下面的话在多大程度上描述了你的态度？

1. 对于我无法知道做得好坏的项目我不喜欢参加。我对我做的项目总

是制定规划，它使我能测量出我朝总体目标迈进的速度。

2.我生活的主要目的是从事我以前从未做过的事情。

3.当我玩游戏时，我不仅关心我玩得好坏，我也关心我是否能赢。

4.不管做什么——工作、运动、爱好，我都努力为自己制订高标准，不然的话有什么意思呢？

C.是靠运气还是刻苦？

下面哪句话最理想地描述了你的看法？

1.（1）在股市上赚很多钱需要的是足够的运气。

（2）具有高度决策技巧的人是在股市上赚大钱的人。

2.（1）人们生活中很多不开心的事部分都源于运气不佳。

（2）人们生活中的不幸源于他们自身所犯的错误。

3.（1）没有得到好运，你休想当一名优秀的领导者。

（2）有能力的人没有成为领导者是因为他们没有充分利用机会。

4.（1）制订太长远的规划未必明智，因为许多事情最终是由运气所决定的。

（2）当我制订计划时，我有十分的把握它们能成功。

现在，让我们来考虑一下所有这些性格因素是如何共同发挥作用的。以“内在人”为例，他们坚信他们的个人能力能最终影响结果。如果他们相信市场是由机遇推动的，他们会躲避风险，但如果他们相信市场结果是技巧的产物，这些“内在人”会产生高度风险承担的倾向。

根据我们的研究，展示出高度风险忍耐性的投资者是会制定目标的人，他相信自己能够控制环境并最终影响结果。他将股市看做偶发性的两难推理的场所。在此，信息和理性的选择相结合将产生获胜的结果。这是否使你想起一个人？我们将如何描述沃伦·巴菲特？你将如何描述你自己？

## 集中投资心理

我们所学到的一切心理学和投资学的知识都在沃伦·巴菲特身上综合体现出来。他对他自己的研究很有信念，而对运气则没有。他的行动源于周密思考的目标。他不会被短期事件冲昏头脑而失去方向。他了解风险因素的含义，并愿意充满信心地接受最终结果。

在行为金融学还未成形并被冠名之前，它就早已被几位离经叛道者如沃伦·巴菲特和查理·芒格所理解和接受。查理指出，在他和巴菲特离开研究生院之前，他们“就进入了商界，去发现那巨大的但可预测的极端不理智行为产生的格局”。他不是在谈论预测商机，而是在谈论一种观点，即当不理智局势真的形成时，它会产生几种可预测的行为格局。

除巴菲特和芒格外，其他大部分投资专业人士都直到近期才开始对金融与心理学的交叉关系产生足够的重视。对读者来说，本章综合归纳出的概念的价值在于让你们学到了新的内容并寓教于乐，但还不止于此。

围绕投资的各种情感都是真实的，它在某种程度上影响了人的行为，进而最终影响股价。我相信你已经感觉到了，充分了解人的能动性对自身投资是非常有价值的，原因有二：

你会掌握一些基本指导原则，从而避免犯最平常的错误。

你将及时认识到别人所犯的错误并从中受益。



我们所有的人都难免会犯判断失误的错误，它将影响我们的个人成功。当成千上万的人都犯判断失误的错误时，这种集体的力量会将市场推向毁灭的边缘。此时跟风而走的诱惑力是如此强大，以至于错误的判断累计起来呈倍数增长。在这一片波浪起伏的不理智行为的汪洋大海中，只有少数几个保持理智行为的人能幸免于难。

成功的集中投资家需要培养一种性情。道路总是崎岖不平的，选择走哪条路才是正确的，经常是与人的直觉背道而驰的。股市的经常性波动容易使股民产生不安定的感觉，从而做出不理智的举动。你需要对这些情绪耐心观望，并随时准备采取理智行动，哪怕你的直觉呼唤你做出相反的行为。如前所示，未来总是重奖集中投资者，因为他们做出了巨大的努力。

## 第8章 市场是一个复杂多变的适应性系统

我们一直觉得股市预测的唯一价值在于让算命先生从中渔利。

——沃伦·巴菲特

任何人对沃伦·巴菲特进行一段时间的观察以后就会知道他对预测的立场是清楚明了的：不要浪费你的时间。不管是经济预测、市场预测还是个股预测，巴菲特坚信预测在投资中不占有一席之地。在过去的40年里，他获取了巨大的财富和无与伦比的业绩，他的方法就是投资于业绩优秀的公司，与此同时，避免因推测未来的市场走势而给投资者造成诚惶诚恐以及灭顶之灾。巴菲特说：“事实上，人的贪欲、恐惧和愚蠢是可以预测的，但其后果却是不堪设想的。”

对于巴菲特的许多信奉者来说，市场预测仍是一个有待商榷的问题。有些人能够推动他们的投资策略而不受沿途“算命先生”的干扰，而多数投资者出于善意，却经不住向他们兜售超级洞察力的商人的诱惑。

在整个人类历史上，我们总是被那些号称具有预测未来能力的人、概念或系统所吸引。巫师、占卜者、江湖医生、看掌算命者与相面算命者、市场预测家与经济预测家，他们都只简单地说一句“今天我能告诉你明天将发生什么”就赢得了成百万人的注意。尽管历史的道路上横躺着许多先为人们尊敬、后为人们唾弃的占卜者的尸体，但总有一排排新占卜者争先恐后地替代倒下的人，因为他们知道他们总能找到急切聆听他们预言的听众。

在今天就能得到明天的钱当然具有明显的金融优势，但我相信人类欲了解未来的这种冲动远比金钱更复杂。我怀疑人类有一种深切的心理需求要掌握未来。或许对未来无所知的感觉太令人不舒服，以至于我们忍不住地被那些能解除这种感觉的人所吸引。对这种脆弱心理需求的研究应增加到查理·芒格的格状模式当中去。

现在请记住，巴菲特并没有说市场是不可预测的。不管怎么说，我们确实知道市场最终将奖励那些增加股民价值的公司，但我们不知道这个奖励发生的确切时间。我们还可以确切地预测股价将持续波动，但我们无法确切知道下一年价格是向上还是向下波动。如果你想从《沃伦·巴菲特之路》一书中获益，你无需正确猜测到短期市场的未来走势，关键的问题是你买对公司的股票。由此我们可以向你许诺你的选择最终将使你获利。

如果你属于那种早已将市场预测事宜抛诸脑后的人，你可以直接翻阅到本书的最后一章，但是对那些不时受到预测者忠告诱惑的人来说，则需花几分钟阅读本章。我希望他们能就此放弃短期未来走势预测的想法，因为它既不必要也不值得。

### 预测的危险性

仅举一个小例子来显示预测者必须穿越的变幻莫测、暗藏危险的水域。

让我们来看一看过去16年中每半年对30年期国库券利率的预测情况及预测价值如何（见表8-1）。在31次预测中，不仅预测利率与实际利率根本

不符，而且令人感到惊讶的是，其中有22次预测的走势完成是错误的。

表 8-1 预测利率

| 《华尔街日报》对经济学家的调查（预测：30 年期国库券） |         |         |      |
|------------------------------|---------|---------|------|
| 预测日期                         | 预测利率（%） | 实际利率（%） | 预测走势 |
| 1982 年 6 月                   | 13.05   | 13.92   |      |
| 1982 年 12 月                  | 13.27   | 10.41   | 对    |
| 1983 年 6 月                   | 10.07   | 10.98   | 错    |
| 1983 年 12 月                  | 10.54   | 11.87   | 错    |
| 1984 年 6 月                   | 11.39   | 13.64   | 错    |
| 1984 年 12 月                  | 13.78   | 11.53   | 错    |

(续)

| 《华尔街日报》对经济学家的调查（预测：30 年期国库券） |         |         |      |
|------------------------------|---------|---------|------|
| 预测日期                         | 预测利率（%） | 实际利率（%） | 预测走势 |
| 1985 年 6 月                   | 11.56   | 10.44   | 错    |
| 1985 年 12 月                  | 10.50   | 9.27    | 错    |
| 1986 年 6 月                   | 9.42    | 7.28    | 错    |
| 1986 年 12 月                  | 7.41    | 7.49    | 对    |
| 1987 年 6 月                   | 7.05    | 8.50    | 错    |
| 1987 年 12 月                  | 8.45    | 8.98    | 错    |
| 1988 年 6 月                   | 8.65    | 8.85    | 对    |
| 1989 年 6 月                   | 9.25    | 8.04    | 错    |
| 1989 年 12 月                  | 8.12    | 7.97    | 错    |
| 1990 年 6 月                   | 7.62    | 8.40    | 错    |
| 1990 年 12 月                  | 8.16    | 8.24    | 对    |
| 1991 年 6 月                   | 7.65    | 8.41    | 错    |
| 1991 年 12 月                  | 8.22    | 7.39    | 对    |
| 1992 年 6 月                   | 7.30    | 7.78    | 错    |
| 1992 年 12 月                  | 7.61    | 7.39    | 对    |
| 1993 年 6 月                   | 7.44    | 6.67    | 错    |
| 1993 年 12 月                  | 6.84    | 6.34    | 错    |
| 1994 年 6 月                   | 6.26    | 7.61    | 错    |
| 1994 年 12 月                  | 7.30    | 7.87    | 错    |
| 1995 年 6 月                   | 7.94    | 6.62    | 错    |
| 1995 年 12 月                  | 6.60    | 5.94    | 对    |

注：观察说明：（1）经济学家 6 个月的平均预测；（2）《华尔街日报》的半年期预测；  
（3）39 次预测中仅有 9 次是正确的。

资料来源：Wall Street Journal, Revised 6/30/98。

## 古典理论

古典经济学理论认为市场和经济是平衡的系统，这意味着市场和经济在其自然的状态下处于平衡状态。尽管供求关系的反向作用力或价格与数

量的反向作用力是存在的，但股市与经济总是能够达到一种平衡的状态。在这个世界上，市场是有效的、机械的且理智的。这个理论是在100多年前由阿尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）阐述的，它至今仍统领着人们的思想。哥伦比亚大学商学院的迈克尔·莫布森解释道：马歇尔的经济观点“源于经济理论与牛顿物理学原理相似的观点，经济学中也有因果关系，这种关系预示着经济的可预测性”。

始于400年前的现代科学基于下面这种假设：自然是由宇宙万物的因果关系法则统治的。按照诺贝尔物理学奖得主伊尔雅·普里果金（Ilya Prigogine）的观点，没有现在就没有未来，没有对今天数据的详细研究也就没有科学的远见。这种观点当然仅仅具有理论前景，但即便如此，它还是使科学家们从一个表象的世界深入到一个理解的世界。

现代科学源于决定论。著名英国科学哲学家卡尔·波普（Karl Popper）解释说，科学的决定论就是“用自然的观点代替上帝的观点，用自然的法则代替神学的法则。大自然，或者说自然法则既是万能的也是无所不知的，它预先锁定万物。相反，上帝则是神秘莫测的，它以一种启示的方式出现。自然的法则通过人的体验和人的逻辑思维而被发现。由此，如果我们知道了自然的法则，我们就可以根据目前的数据用理智的方式预测未来”。

艾萨克·牛顿（Issac Newton）是现代科学史上的第一位决定论者，他的万有引力定律开创了力学领域，并且成为物理学的核心定律。他的做法成为日后科学发现争先效法的模式。毫无疑问，牛顿的发现模式是具有强大魅力的。几个世纪以来，科学家们不断标新立异开辟新的知识领域。

在牛顿的世界里，世间万物都是机械的，如钟表般的有规律可循。过去几个世纪中的物理学家、生物学家以及化学家都建立起自己对世界的理解模式，这些模式无一不反映出牛顿对自然界的看法。然而，这种对牛顿模式的过度偏爱可能会影响我们的判断力。按照英国物理学家詹姆斯·克拉克·麦克斯韦尔（James Clark Maxwell）的观点，“信仰决定论的人总是在判断上出现偏差，因为物理学家特别是他们的代言人总是将注意力集中在那些强化世界万物有序论的总体形象上来。”

特别使今天的科学家感到迷惑的是，世界的表现并不像牛顿的框架允许我们看到的那样。牛顿的传统物理学只是用一系列机械运动原理来描述物理现象，而用它来描述生活的丰富多彩性似乎太过僵硬了。请不要误解：当我们描述飞机的轨迹时，牛顿定律发挥着充分的作用，但当我们试图描述细胞的繁殖、免疫系统以及人的行为时，牛顿的机械原理则显得力不从心了。古典科学法则似乎没有能够为人们认识生活提供更好的解释。

许多年来，一部分科学家们躲避研究那些与牛顿法则不相符合的现象，他们被世界平衡的观点完全控制住、禁锢住了。基因学家理查德·列文廷（Richard Lewontin）称这些科学家为“柏拉图主义者”。这位著名的雅典哲学家声称，“我们看到的周围的杂乱无章、并非完美的物质世界仅仅是完美的原始模型的写照而已”。据列文廷的介绍，还有另一群科学家将世界看成是不断变化的，它的物质成分总是在运动和无止境地排列组合。列文廷将这类科学家称为“霍拉克里特主义者”（Heraclitians）。这位伊奥尼亚的哲学家，充满感情和诗意地争辩道，“世界总是处于一种流动状态。”霍拉

克里特生活在比柏拉图早200年的年代里。他观察到“踏入同片水域者，其人同，河同，水流不同也。”按柏拉图对此言的解释：“一个人永远不可能两次踏入同一条河。”

斯坦福经济学家布瑞恩·阿瑟（Brian Arthur）说：“当我读到列文廷的这段话时，它对我真是莫大的启示。我终于清醒地意识到科学界争论的焦点。我对自己说，‘啊！我们终于开始从牛顿中找回自我’。”

布瑞恩·阿瑟在数学和经济学两个领域都训练有素。多年来，他一直为迎合其他经济学家而痛苦挣扎，因为其他经济学家都极力鼓吹马歇尔的机械看待世界的观点。阿瑟的两难境地在我们国家最知名的大学象牙塔内找不到答案，在纽约世界贸易中心的摩天大楼里也找不到答案，但却出乎意料地在新墨西哥州的桑格里·德·克里斯托山（Sangre de Cristo Mountains）找到了答案。



## 圣菲研究院

在美丽的圣菲省省会城市，在古老的土坯房和现代艺术馆的一旁坐落着一座巨大的沿山而建的建筑物。这座建筑物曾为私人豪宅，但今天是一个伟大的智囊团所在地，这就是圣菲研究院（Santa Fe Institute）。

或许是由于稀薄的空气，或许是由于湛蓝的天空，或许是由于红色的山峦与沙漠交相辉映的美景，访问圣菲研究院的人都感到思绪起伏，感慨万千。不管是什么原因，圣菲研究院似乎是科学家聚集在一起将其理论系统化的理想场所。科学家在圣菲研究院并不做什么定性的科学研究，相反，他们彼此敞开心扉，交流信息，帮助彼此建立对生活重新认识的方法。

圣菲研究院是在1984年由乔治·科旺（George Cowan）组建的。他是劳斯·阿拉莫斯实验室（Los Alamos Laboratory）的前任研究负责人。圣菲研究院是多学科的研究机构，它的成员由物理学家、生物学家、免疫学家、心理学家、数学家和经济学家构成，他们中的许多人是诺贝尔奖获得者，并在各自的领域取得了相当程度的认可；这些科学家们联合行动，寻求跨越复杂多变的适应性系统的原则。他们不分学科界限，与其他学科的人交流看法和理论，并且被鼓励这样做。在圣菲研究院，关于蚂蚁交流方式的报告很有可能会与经济市场信息传播的讨论同步进行。对很多人来说这二者之间的联系可能微乎其微，但研究复杂适应性系统的科学家们却发现了

很多相似之处。

在我们周围的世界，有许多复杂系统的范例，如细胞、胚胎发育、大脑、免疫系统、中枢神经系统、生态系统、社会结构以及政治体系。复杂性一词并无特殊含义。伊尔雅·普里果金说，任何系统之所以复杂是因为其中有多种彼此相互作用的因素。简单的系统（受万有引力吸引的物质或钟摆的运动）仅包括有限的几种运动成分。1立方厘米的气体可能包含成百万个分子，它们朝着各种方向弹来撞去。科学家将这种系统描述成分子的无序性，而不是复杂性。无序性一词是一个已被人们用滥的词汇，它的受欢迎程度在几年前达到高峰，它描述了一个分子混乱或行为持续无序的系统。

在圣菲研究院，科学家们已将注意力从无序性的研究转向复杂性系统研究。如前所述，复杂系统存在于无序性与僵硬的机械规律之间。普里果金说，从行为学的角度来认识复杂性系统或许比从系统学的角度认识要容易些。毕竟，只有对不同复杂系统的行为特征进行研究才会最终帮助我们了解复杂性的真实面目。

1987年，20位客人应邀在圣菲研究院就将经济作为一个复杂系统进行了讨论。10位理论经济学家受诺贝尔奖获得者肯尼斯·阿罗（Kenneth Arrow）的邀请而出席。另一位诺贝尔物理学奖获得者菲利普·安德森（Philip Anderson）则推荐另10位来自物理、生物和计算机科学领域的科学家。会议的初衷是启发人们对经济学产生新的认识。在报告和小组讨论中，物理学家学到了经济平衡与博弈论，而经济学家则试图理解布尔

（ Boolean ）数学体系及基因规则系统。经过10天的刻苦工作，会议结束时，与会者发现了三项重要的经济特征。

首先，经济是许多“能因”彼此同步作用的网状体系。在一个胚胎中能因是细胞，在一个经济体系中能因是人。细胞与人生活在一个由其他能因相互作用产生的环境之中。细胞与人不断地对体系中其他能因的作用做出反应，由此环境就永远在变。

其次，对经济的控制是高度分散的。在胚胎的发育中，没有领头细胞，同样在经济中也没有控制大师。诚然，我们国家的经济有联邦储备委员会，我们的政治家也可以改变税制和税法，但是总体经济是由千百万个个体（能因）每天的决策所产生的结果。经济体系中的协调行为出自于能因之间的竞争或合作。

最后，也是复杂系统最关键的特征，复杂系统中的众多能因会积累经验，并逐步适应不断变化的环境。我们知道生物体的每一代都将通过进化重新安排他们的组织。人也一样，人将通过适应世界和积累经验不断改进自身。这第三项特征是如此重要，以至于今天复杂系统被人们称为复杂自适应性系统。

现在我们就并不难理解，为什么复杂自适应系统的特征使经济不可能达到平衡。能因的行为，它的不断变化、反应和学习使经济永远不可能处于静止状态。有些科学家建议，一旦经济达到平衡状态，它就不仅仅是静止的，它将是死水一潭。

传统的数学方法包括微积分和线性分析，适合于研究在固定环境中的不变微粒。牛顿的方法仍在重复的机械世界中发挥着作用，但它对了解复杂自适应系统无济于事，我们仍要转向使用实验数学和非线性分析法。

## 爱尔·法罗问题

爱尔·法罗（El Farol）是靠近圣菲研究院的一个酒吧，它在星期四晚间专门播放爱尔兰音乐。布瑞恩·阿瑟现在是圣菲研究院花旗集团（Citigroup）赞助的经济学研究项目的教授，他生于英国的贝尔法斯特（Belfast）并在那里长大，所以特别喜欢到爱尔·法罗酒吧去听他喜欢的音乐，但是有一个小问题，爱尔·法罗酒吧经常充斥着一些粗鲁的酒鬼，阿瑟对这些人敬而远之，避之不及。对于每星期做出去还是不去这个决定的烦恼导致他形成了一个数学理论，他将这个理论命名为“爱尔·法罗问题”。阿瑟说：“它具有所有复杂适应性系统的特征。”

假设在圣菲有100个人喜欢到爱尔·法罗酒吧听音乐，但是如果酒吧过于拥挤，他们谁也不会去。还假设爱尔·法罗酒吧每星期公布它周四的上座率。在过去的10周里，上座人数分别为：15，18，83，66，45，76，67，56，88，37。音乐爱好者们可以根据这些过去的数字来估计下周去酒吧的人数。有些人估计这周去的人数将与上周去的人数大致相等（37位客人），其他人则可能估计这周去的人数是过去10周的平均数（55位客人），或者是最近4周的平均数（62位客人）。

现在让我们假设每个去爱尔·法罗酒吧的人都有一个前提条件，即他预计去的人数要少于60人才去，100个人中的每个人都单独做出决定，他们可以使用过去几周的任何数据来做出最准确的预测。由于各自使用的预测指

标不同，有些人将会在每周四都出现在爱尔·法罗酒吧，而另一些人将会待在家里，因为他们的预测数字超过了60。到第二天爱尔·法罗酒吧又公布了新的上座人数，这100位爱尔兰音乐爱好者又重新更新他们的模式，准备进行下周的预测。

阿瑟解释说，爱尔·法罗的预测过程可以被称为预测者“生态”。他的意思是，在任何时候，总有一小部分预测者注定“活着”，或者说至少预测者之一会被在预测中利用上，而其他预测者则处于“死亡”状态。随着时间的推移，有些预测者得以“复苏”，而另一些预测者“死亡”。

爱尔·法罗问题仅仅是一个用于帮助人们理解预测复杂适应性系统的难度的理论假设呢，还是确实存在于当今市场上呢？

每年，美林公司（Merrill Lynch）都对一组机构投资者进行民意测验，调查影响他们所选股票的要素模式。民意测验特别强调不同要素模式在今年与去年受欢迎程度的变化。美林公司从1989年就开始进行此项调查，在此期间，投资者不仅改变了他们的选股模式，而且对不同模式的侧重点也有所不同。

美林公司机构要素模式调查，包括民意测验的结果，将23种不同模式的受欢迎程度排序如下：（1）（每股）收益惊喜；（2）股本收益；（3）收益回顾；（4）价格与现金流量比；（5）预计5年利润增长；（6）负债与权益比率；（7）收益（每股）动力；（8）相对实力；（9）市盈率；（10）价格与账面值比；（11）分析家意见的改变；（12）收益变化率；

(13) 红利折现模式；(14) 价格与销售额比率；(15) 忽略的股票；(16)  $\beta$ 值；(17) 预计收益离散趋势；(18) 红利收益；(19) 收益不确定性；(20) 对外暴露程度；(21) 规模；(22) 低价股；(23) 利率敏感性。

无论我们要预测未来股价，还是预测星期四晚出现在爱尔·法罗的人数，总是有无数种建立预测模式的方法。

如果我们将美林公司在过去9年调查的前10种模式单独列出来（见表8-2），我们就可以看到爱尔·法罗问题的启示作用。尽管惊喜收益是最持续的受欢迎的模式，但其他几种模式的使用则显示出差异性。例如，股本收益是1997年第二位受欢迎的模式，但在几年前却不太受欢迎。相反，收益动力在1989年和1998年是受欢迎的，但最近几年却失宠了。在1989年美林公司刚开始民意测验调查时，半数以上的被调查投资者列出了选股中红利产出模式的重要性，而今天仅有12%的投资者在投资决策中将红利做重点考虑。

美林公司的调查是阿瑟关于预测者生态理论的一个范例。在被调查的那些年里，我们可以看到有些模式是如何死亡的，其他模式又是如何复苏的。

表8-2显示出在过去的9年里预测模式的渐变形式。图8-1则跟踪显示出1996~1997年受欢迎模式的变化情况，它展示出个人喜好改变的动向。例如，负债与权益比、价格与现金流量比，以及5年预计增长模式都显示出使

用增长的趋势，相反，红利收益、收益动力以及收益变化率都在受欢迎程度上呈下降趋势。

表 8-2 美林公司机构调查（1989 ~ 1997 年）

| 要素       | 1997 | 1996 | 1995 | 1994 | 1993 | 1992 | 1991 | 1990 | 1989 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 每股收益     | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 2    | 3    | 1    | 1    |
| 股本收益     | 2    | 4    | 4    | 4    |      | 1    | 4    |      |      |
| 收益回顾     | 3    | 2    | 2    | 2    | 2    |      |      |      |      |
| 价格与现金    | 4    | 5    | 3    | 3    | 4    | 5    |      | 3    | 4    |
| 流量比      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 预计 5 年增长 | 5    |      | 5    | 5    |      |      |      |      |      |
| 每股收益动力   |      | 3    |      |      | 3    | 4    | 2    | 2    | 2    |
| 红利折现模式   |      |      |      |      | 5    |      |      |      | 5    |
| 价格与账面值比  |      |      |      |      |      | 3    |      | 4    | 3    |
| 负债与权益比   |      |      |      |      |      |      | 1    |      |      |
| 净收益率     |      |      |      |      |      | 5    | 5    |      |      |

注：1—最受欢迎的模式。

2—次受欢迎的模式。

3—第三最受欢迎的模式。

4—第四受欢迎的模式。

5—第五受欢迎的模式。



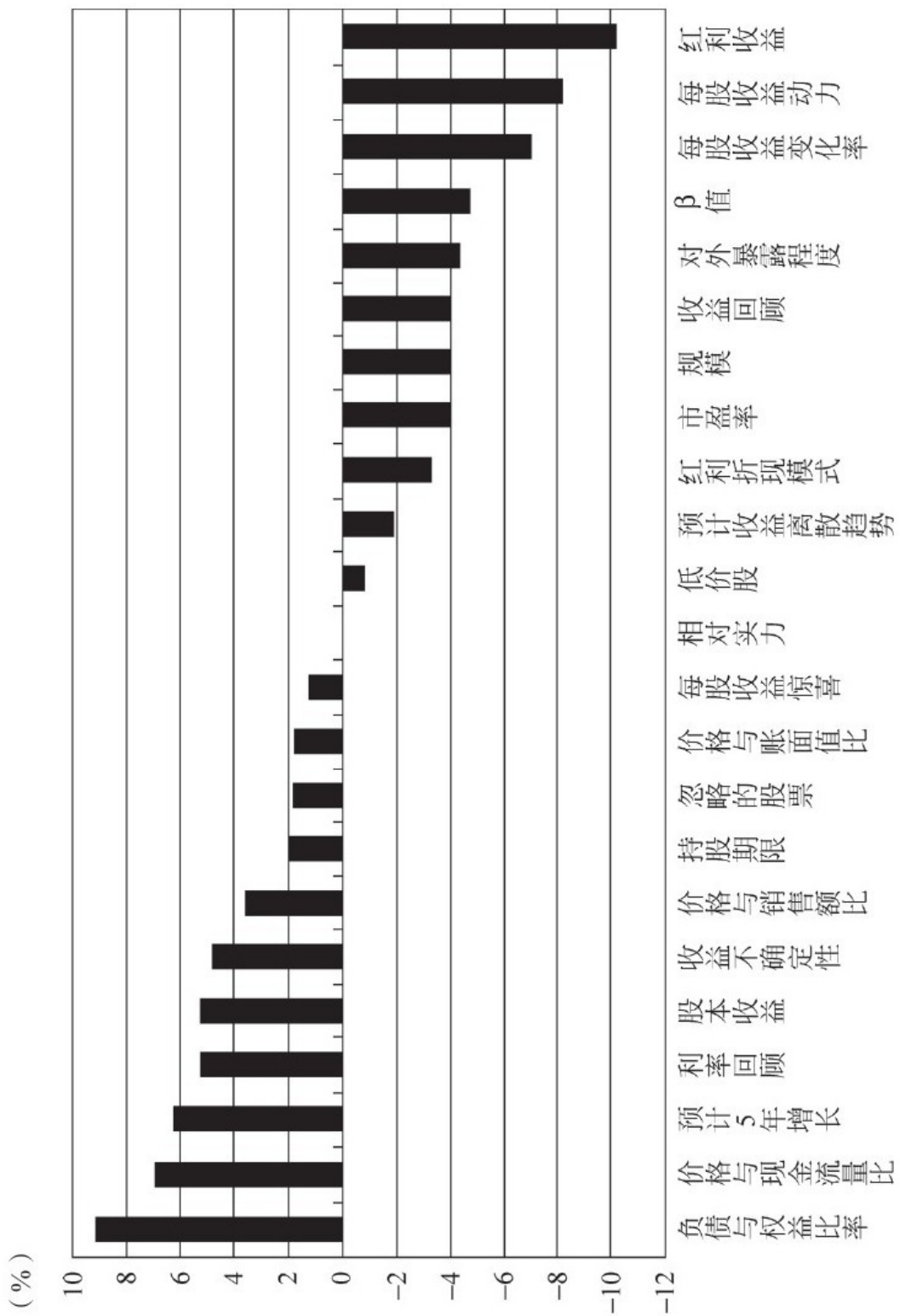


图 8-1 1997与1996年使用的要素变化：按调查结果的百分比区分

理查德·伯恩斯坦（Richard Bernstein）是美林公司的量化研究部主任，也是此项机构调查的主要负责人。他说：“调查结果是一把有用的尺子，它衡量出哪些战略在最近几年受欢迎，哪些已经失宠了。”但这种结果又令伯恩斯坦感到迷惑。他解释说：“在过去几年里，我发现的很重要的一点是，尽管许多券商声称他们对投资有自己的定路，但选股的决策过程却发生着巨大的变化，这一点很清楚。”

## 三层分离预测法

想去爱尔·法罗酒吧的人和试图选择正确股票的投资者均面临相同的问题，即准确的预报意味着预报的实际结果取决于其他人的预报，对此你完全了解。这个问题早在60年前已被约翰·梅纳德·凯恩斯所认识。

他写道：“职业投资可以被比做报纸上的竞赛，在比赛中每个参赛者必须在100幅美人头像中选出最漂亮的6幅。大奖将颁发给所选照片与所有参赛者的平均喜好相吻合的参赛者。于是每个参赛者都必须选择，他们所选的照片不是他自己认为最漂亮的，而是他认为能够抓住多数参赛者注意力的照片，所有参赛者都从相同的角度来看待这个问题。”

“你怎样对公众的表现进行猜测，而且比一般公众猜得更好”，这个问题已经够绕人的了，但凯恩斯还嫌不够复杂，又增加了一个变量，他说：“一个人充分发挥其判断力，他选择的照片不是他认为最漂亮的，也不是那些平均意见，认为最漂亮的，我们现在已经达到第三层深度，我们费尽心机所要猜出的是平均意见，估计平均意见会是什么样的结果。我相信还有些人他们会深入到第四、第五或更高的层次去预测。”

这个美女竞赛的比喻与爱尔·法罗的客人和个人投资者所面临的困境是一样的：你对市场或经济即将发生的情况的认识是不重要的，重要的是你认为市场上的多数人会怎样看待市场。巴菲特对此深有了解，他说：“我们有执掌几十亿美元的職業投資家，他們對多數市場波動感激不已。他們不

是将注意力集中在企业在未来的几年将做什么，相反，许多著名的券商现在集中精力预测其他券商在未来的几天将会做什么。”

我认为布瑞恩·阿瑟的爱尔兰·法罗酒吧的比喻是对股市所发生的事情的准确写照。尽管我们可以有充分的理由将市场比为一个复杂的适应性系统，但我们距离解决预测市场行为的问题还相距甚远。在圣菲研究院，人们正在朝这个方向努力。阿瑟与学院的另一位研究员约翰·荷兰（John Holland）密切合作，已经建立起一个人工的股市。这个建立在计算机里的人工股市有几百名投资者——能因。阿瑟解释说：“这些计算机里的小人儿通过学习最佳战略已变得很聪明。随着学习体验的增加，他们不断变换其战略，从而也改变了市场的性质。”

对人类行为的研究并不需要克隆出整个人类。今天我们有可能使用高能计算机复制个体投资者的行为。在计算机里我们引入数字能因并赋予这些数字能因一些最基本的规则。到目前为止我们还没有开发出解决爱尔兰·法罗酒吧问题的数学公式。约翰·卡斯蒂（John Casti）说：“我们在数学问题上被卡住了，这是整个领域的症结所在。我们没有一个好的数学框架来探索复杂适应性系统的本质特征。”约翰·卡斯蒂是一位数学家、作家兼学院的研究员。

卡斯蒂认为我们今天所面临的问题与17世纪的赌博者试图在赌局未完的状况下分割赌金是一样的。帕斯卡和费马看到了问题的症结所在，并开发出现在被称之为概率论的数学原则。卡斯蒂说：“复杂适应性理论仍有待自己的帕斯卡和费马的出现。”

## 在错综复杂的世界里投资

本杰明·格雷厄姆从跨学科的角度看待总体世界，特别是看待投资。对格雷厄姆进行过研究的人都知道他不仅是一位伟大的金融思想家，同时也酷爱哲学和经典著作。尽管他对普通股投资的分析使其闻名世界，他的贡献还包括他对货币与商品的论著。《库存与稳定》（Storage and Stability）和《世界商品与世界货币》（World Commodities and World Currencies）都展示了格雷厄姆的世界观。迈克尔·莫布森说：“本·格雷厄姆是一位了不起的老师，也是一个全面发展的人。他对世界的跨学科欣赏态度，使得他的证券分析课程内涵更加丰富。”莫布森目前正在教授格雷厄姆开创的“证券分析”课程。

在哥伦比亚大学，莫布森教授不仅教授基础金融模式，同时也研究其他学科的其他模式。通过这样做，他希望启蒙学生们将跨学科领域的模式应用到投资领域。莫布森解释说：“随着时间的推移，由于世界经济和社会经济条件的大背景的转变，我们的思维模式必须随之发展。”30年前，技术在投资思维上并没有以任何有意义的方式表现出来，但今天技术已占有突出的位置，而且莫布森认为，这种突出的位置要求我们发展我们的思维模式以便更好地理解周围的世界。“踩在巨人的肩膀上，建立新千年的思维模式。”莫布森努力帮助他的学生将旧的平衡模式与更加富有活力的模式区分开，并试图在二者的交汇处了解世界的真正运行方式。莫布森说：“我的直觉告诉我，复杂适应性系统是一个了解资本市场运作方式的有效途径。随

着人们对复杂适应性系统认识的加深，我相信，投资者将会对市场的实际运作有更好的描述。”

分析市场的运作与试图预测市场是两码事，了解这点很重要。我们已经接近了解市场行为的边缘了，但我们还不具备任何预测市场的能力。复杂适应性系统带给我们的教训是市场在不断变化，它顽固地拒绝被预测。

莱格·梅森公司的比尔·米勒说：“我们认为经济实在是太复杂了，以致无法预测。靠与经济预测或市场预测保持一致，将永远不会增加你的证券投资的价值。”米勒与巴菲特一样从来不让预测影响他对个股的决策，但预测也没能阻止他对市场行为的研究，米勒说：“我们花了很多时间试图理解学术界对市场研究的最佳思路，其中对我们有所帮助的部分是理解复杂适应性系统，因为它与市场和行为金融学密切相关。”

比尔·米勒对圣菲研究院的了解源于詹姆斯·格雷克（James Gleick）写的一篇无秩序理论的文章。詹姆斯是《纽约时代周刊》（New York Times）的科学栏目作家。米勒由此开始思考对复杂适应性理论的研究能否使他对投资产生真知灼见。1991年，他的工作使他开始与花旗公司总裁约翰·瑞德（John Reed）取得联系，约翰·瑞德后来为圣菲研究院的经济学项目提供了基金。

米勒解释说，投资的问题在于投资圈里的每个人都在相同的圈里转，他们读相同的研究报告和书籍。投资者都从相同的渠道获取同样的信息。而在圣菲研究院，米勒阅读研究复杂适应性系统的科学家们的书籍和论

文。米勒说：“他们的研究为我这样的从事实际商务的人员提供了洞察力。研究人员的工作并不是帮助我们打败市场，而是愉快地谈论他们的研究工作。”

今天，作为圣菲研究院董事会的财产托管人，米勒坚信他在圣菲的经历为他打开了思维的全新领域。他说：“经济体系就像在圣菲研究院被研究的其他复杂适应性系统一样，是一个多能因环境，并具有许多地方法则和反馈环路。这些系统的组成部分和预报性能因被研究院的研究者‘认识’之时，就是我们将它们应用到我们所做的投资领域之日。它已经帮助我们放弃简单的模式，而更具创造性地思考市场的错综复杂性。”

例如，经济经常被视为一个林间居住地。在此，竞争者们为了在市场上生存，彼此残酷地拼杀。然而生态学家的研究显示，也有许多实例证明不同生物之间可能和平共处而并非刀枪相见。在一本由研究院写成的有关复杂系统的书中，生态学家注意到，两只鸟虽共食同种食物并被认为是彼此争斗，却能相安无事地共同栖息在一棵大树上，一个以树的上端为家，另一个则以树的下端为巢。

读到这里，米勒开始联想到计算机行业以及存在于戴尔和康柏之间的血腥竞争。米勒想：“康柏未必与戴尔计算机形成直接竞争。竞争的活力远比许多人意识到的要复杂得多。事实上两家公司在市场上都有各自的可满足的利基市场。”

米勒还相信，投资者需要用不同的思维方式来看待今天的股市。他指

出，标准普尔500指数包括了许多具有不同金融特色的高科技公司，今天的市场构成与20世纪60年代已完全不同（见表8-3）。1964年，技术公司仅占标准普尔500指数权重的5.5%,而基本原材料公司则占16.5%。今天，这两类产业公司的比例构成几乎换了位置。基本原材料公司的比例收缩到6.9%而科技公司扩大到12.0%，而且还在继续增长。还有其他的差异，在20世纪60年代，基础设施和石油公司占了综合指数的37%，今天，这两组公司占19%。金融和健康保险公司过去在指数中几乎无足轻重，现在则占据了1/4的综合指数。

表 8-3 标准普尔 500 综合指数：这不是你父辈时的指数

| 部门     | 资本权重（%）     |             |
|--------|-------------|-------------|
|        | 1964 年      | 1996 年      |
| 金融     | 2.0         | 14.6        |
| 健康     | 2.3         | 10.7        |
| 非耐用消费品 | 9.0         | 12.8        |
| 消费服务   | 6.3         | 9.7         |
| 耐用消费品  | 10.8        | 2.7         |
| 能源     | 17.8        | 8.9         |
| 交通     | 2.6         | 1.6         |
| 技术     | 5.5         | 12.0        |
| 基本原材料  | 16.5        | 6.9         |
| 资本品    | 8.0         | 9.9         |
| 基础设施   | <u>19.2</u> | <u>10.2</u> |
| 总体     | 100.0       | 100.0       |

比尔·米勒说：“许多投资者仅使用历史评估方法或模式来决定股票什么时候便宜，什么时候贵，但历史评估方法的问题是对周边一切的依赖性。这就是说对个股的衡量取决于某一特定经济环境：某股的资本回报，



某企业的经营状况以及战略实施。”换句话说，历史模式只有在公司和行业运转的环境与评估方法建立之初的环境相似的条件下方可奏效。我们今天所见到的环境与20世纪60年代相比，不仅各个公司本身发生了很大变化，而且投资者用来比较它们的指数也截然不同了。

股票市场里有成百万的投资者、商人和投机家，他们做出几十亿个决策，而股市就是对这些决策累计行为的反映。所有决策都是独立于他人做出的。每个人对市场的看法都是片面的，但都基于相同的信息。当所有这些能因彼此相互作用时，一个市场就形成了。在复杂适应性系统里，我们无法仅依照对个别能因的调查而对市场的未来进行预测。在复杂适应性系统里，总体的力量比部分之和要大得多。

有时，部分行为形成一种趋势。然而，由于每个单一能因仅有有限的知识，每个人都看到了趋势，但没有人能解释趋势是由什么引起的。由于市场上的所有能因都彼此呼应，一个价格趋势就形成了。正是这个趋势带领人们进行各种预测。例如，某种股票在某一交易区间内将会下挫，这一趋势诱使交易者重复买和卖的格局。米勒解释说，在某点上一些没有被认清的行为方面的小小变化悄悄地、慢慢地潜入市场，最终一个关键的时刻来临了。莫布森教授将市场上的这种变化比喻成一个沙堆，它是经由缓慢的但却稳定的沙漏逐渐形成的。莫布森解释说：“每堆沙子就像一个单独的能因，作为个体它们并不重要，但它们与其他沙堆一起形成累计效果。一旦这些沙堆堆到某一关键点，整个系统将失去平衡。”其结果将如冰雪崩落。

微小的变化总是在悄无声息地潜入市场。米勒解释说：“令投资者感到害怕的是，旧趋势的崩落丝毫没有外界事件的简单预兆。投资者在毫无准备的情况下就被卷了进去，因为所有的信息投入都小到不足以引起投资者的重视。”

投资者总是打保票地认为某种股票或某个市场从整体上将回落到平均线——它将跟随某种可预测的定数格局走，但平均线是不稳定的，它基于成百万投资者的不同预测的决策之上，而这些投资者又根据其他决策不断调整自己的决策，所以平均线总是在不断移动变化。米勒谨慎地认为将决策基于固定模式之上承受着许多风险。“你认为市场只是一个简单的线性状态，但市场是非线性的、复杂的、适应性的，所以，只有当市场突然停止运作时，你的系统才管用。”

## 对格局的重新认识

“人的大脑中的某种物质使得它注定要发现某些格局，不管这些格局是真实存在着还是凭空想象出来的，但这与基础无序理论是背道而驰的。”上述这段话出自一本由乔治·约翰逊（George Johnson）所写的可读性很强的书《思想火花》（Fire in the Mind）。这段话反映出所有投资者面临的进退两难的境地。约翰逊争辩道，人的大脑渴求格局，格局意味着秩序，秩序使我们可以制订计划并利用资源，但是这种对秩序的自然驱动力，在我们研究市场时蹦到了极限。布瑞恩·阿瑟说：“如果你真拥有复杂系统，那么具体的格局是不可重复的。”

假如圣菲研究院已研究了足够多的复杂系统，它将允许我们通过比较的方式观察某种复杂系统的行为，但在它做此事之前我们注定要与目前的市场为伍，这个市场表现出有限的几种行为格局，且这些格局经常被意外的且有时是剧烈的变化所打断。不管你喜欢与否，我们生活在一个不断变化的世界里，它就像一个万花筒，世界变化的格局可能有某种秩序，但从来不按照固定的顺序重复变化。变化的格局永远是新的、不同的。

投资者在一个缺乏格局认识的世界里该如何应对呢？通过研究正确的部位和正确的层次。尽管经济和市场总体来说是复杂和庞大的，以至于我们无法预测，但是在公司这一层面的格局是可以被认识的。在每个公司的内部都存在着公司格局、管理格局以及金融格局。假如你研究这些格局，

多数情况下你对公司的未来可以做一个合理的预测。沃伦·巴菲特集中全力研究的正是这些格局，而不是几百万投资者的不可预测的行为格局。他说：“我一直觉得受基本原理的支配来估算权重，要比受心理学的支配来估算股票容易得多。”

巴菲特说：“我们将继续忽略政治和经济预测，它对许多投资者和商人来说都是十分伤神的事情。30年前，没有人能够预见到越南战争的扩张、物价与工资的调控、两大石油危机、一位总统的辞职、苏联的解体、道琼斯指数一天跌破508点，以及国库券的收益率在2.8%~17.4%之间波动。”

没有预先知道这些事情的发生并不能阻止巴菲特取得过人的投资业绩。巴菲特说：“所有这些巨磅炸弹级的事件都没有在本·格雷厄姆的投资原则中留下任何痕迹，它们对我们低价购买良好企业也没有产生任何不利影响。假若我们让这些不可知的恐惧拖住手脚或改变资金的使用，你可以想象一下我们要付出的代价。”

一个人的思维方式会在语言方式中表达出来。如果投资者们想到某种格局，不管他们对格局的认识有多少错误，他们都会参照对格局的认识而行动。圣菲研究院的好处是它帮助你认识到市场不是什么。一旦你认识到市场是一个复杂的适应性系统，你会自愿地放弃预测的想法，你也会明白市场将逐步达到其繁荣与萧条的关键点。

巴菲特解释说：“在今后30年里，一系列不同的大事肯定会发生。我们既不要试图预测这些事件，也不要试图从中获利。只要我们找到同我们过

去购买的公司相似的企业，外部的意外事件将会对我们的长期结果产生极小的影响。”

下次当你被诱惑相信你已最终找到一种为实现利润而可被重复使用的格局时，记住每日在圣菲研究院工作的科学家们。下次，当你被市场的不可预测性惊得目瞪口呆时，记住巴菲特说的话：“面对两种不愉快的事实吧：未来是永不明朗的，而且在股市上要达到令人愉快的共识，代价是巨大的。不确定性是长期价值购买者的朋友。”

## 第9章 创造击球佳绩的球员在哪里

棒球的首要规则是捡好的球击打。

——罗杰斯·霍恩斯比

1996年，一位著名的生物学家、多产作家、美国棒球队的终生追随者斯蒂芬·杰伊·古尔德（Stephen Jay Gould）出版了《满堂红：从柏拉图到达尔文对卓越的传播》（Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin）一书。古尔德被复杂的生命本性所吸引，他认真地研究不同复杂系统的差异。在这本具有启发性的书里，他除了谈论其他事物以外，还谈到了美国主要棒球联队击出.400这一好成绩的消亡。

他在这本书中写道，在1901~1930年的30年间共有9个赛季，其中每个赛季中都至少有一名棒球队员击出了高于平均击球水平的.400的好成绩，但在以后的68年里，仅有一名棒球队员达到了此种里程碑式的成绩。泰德·威廉姆斯（Ted Williams）在1941年击出了.406的成绩。

从这些统计数据中，我们或许可以得出结论：随着时间的推移，击球的技巧退化了，但是古尔德却希望我们考虑到统计数据的误导性，他认为有另一项因素在发挥作用。棒球队员的击球技巧并未退化，相反，是总体防守的能力增强了。投手投出的球更加复杂多变，守队一方队员的防守技巧更佳了，而且守队总体防制强攻的能力也大大增强。古尔德解释道：“随着棒球队的整体技巧的提高，钟形曲线的右尾向左移动，右尾部的差异亦

缩小。精彩比赛的结果是.400这一成绩的消失。”

彼得·伯恩斯坦是《证券投资管理杂志》的主编和创始人，两部优秀金融著作的作者。两部著作的书名为《资本观念：现代华尔街未必是这样起家的》（Capital Ideas:The Improbable Origins of Modern Wall Street）和《与天为敌》（Against the Gods:The Remarkable Story of Risk）<sup>[1]</sup>。伯恩斯坦将古尔德对.400这一成绩的观点应用到证券管理企业当中。他说：“证券券商的业绩数据表明，他们的业绩格局与棒球中所发生的击好球的格局惊人的相似。”伯恩斯坦分析道，专业券商中取得高于平均业绩的人越来越少，这是投资管理人员不断提高其教育和知识水平的结果。随着越来越多的投资者改进其投资技巧，几位超级明星打破业绩纪录的概率也随之降低。

这是一个非常有趣的类比。如果我们对此论点进行跟踪，我们可以得出结论，像沃伦·巴菲特这样重量级的击球手将逐步被有效市场中的信息灵通、头脑聪慧的其他投资者所取代。确实，伯恩斯坦指出，伯克希尔-哈撒韦的业绩纪录与标准普尔500综合指数相比，它在20世纪60年代和70年代的业绩要比80年代和90年代的业绩好。然而，我认为考虑到目前股市的竞争激烈程度以及伯克希尔公司庞大的资金底数，这些都已成为比较伯克希尔公司业绩的障碍，所以沃伦·巴菲特仍可当之无愧是优秀的.400击球手。

## 成为一名.400击球手

在一篇题为“哦！去年创造.400成绩的击球手，你在哪里？”的文章

中，伯恩斯坦故意在业绩假设中将后门洞开。他写道，要想成为一个.400的击球手，证券券商必须愿意实施集中投资策略，这种赌法是取得高回报目标的必要条件。伯恩斯坦认为，过分追踪失误的风险和高标准偏差只会阻止证券投资者选择集中证券投资。这点我们姑且不考虑，事实仍然是：集中投资者有最大的击败市场平均回报率的机会。

如果我们打开伯恩斯坦的后门向外看去，我们会看到谁呢？约翰·梅纳德·凯恩斯、菲尔·费舍尔、沃伦·巴菲特、查理·芒格、罗·辛普森还有比尔·罗纳，这并不令人奇怪。正如年轻的新棒球手专注地观察泰德·威廉姆斯打球一样，我们通过研究.400击球手的挥棒动作以及击球姿势会学到很多东西。正如巴菲特曾经说过的：“关键是找出谁将是被棒球手攻击的对象。”

### 成为击出好球的证券券商

- 将股票视为企业。
- 增加你投资的规模。
- 降低证券换手率。
- 开发其他业绩衡量尺度。
- 学会用概率的方法来思考。
- 学会认识判断失误心理。
- 忽视市场预测。



·等待最佳击球机会。

## 将股票视为企业

巴菲特说：“在我们看来，投资学生仅需学习两门课程，一门为如何评估企业，另一门为如何看待市场价格。”

任何人想效法巴菲特的投资策略都必须首先将股票视为企业。“每当查理和我为伯克希尔购买普通股时，我们对待交易的态度就好像在购买一家私营企业。我们研究企业的经济预期，研究执掌企业的管理人员以及我们可能支付的价格。”本书的第1章对巴菲特投资原则进行了总结。

巴菲特解释说：“作为投资者，你的目标就是以一种合理的价格购买你容易理解的企业的一部分股票。这个企业的收益肯定将在5年、10年、20年内比其他企业的收益高得多。渐渐地，你会发现满足你要求的企业屈指可数，所以你一旦发现符合你标准的企业，你就应当购买可观数量的股票。”

[1] 《与天为敌》中文版已由机械工业出版社出版。

## 增加你投资的规模

巴菲特承认：“我投资的企业一般都占我净资产的10%，少于这个数量我就不愿意买了。如果我不愿意投入那么多，这说明这个购股想法也不怎么样。”

投资者应该拥有几种股票呢？巴菲特会告诉你这取决于你的投资战略。如果你有能力分析和评估企业，你不需要拥有太多的股票。巴菲特认为，只有那些对自己在做什么搞不清楚的投资者才需要广泛多元化的投资战略。

作为企业的买主，没有哪条法则规定你必须拥有所有主要行业的部分企业。同样，你也不需要你的证券投资组合中拥有40、50或者100种股票来实现足够的多元化。如果一家企业的所有者可以舒舒服服地拥有10家分公司，为什么普通股拥有者不能这样做呢？

广泛的多元化是一把双刃剑。如果投资者没有分析企业的技巧，那么多元化证券组合如指数基金就是正确的行动方向。然而我们也知道，过度多元化实际上影响了聪明的选股者的投资业绩，因为它限制了个股购买的数量，甚至连现代金融的先行倡导者们都已发现“拥有15种股票可以取得平均85%的多元化程度，而拥有30种股票则可取得平均95%的多元化程度。”巴菲特让我们考虑这样一个问题：如果你拥有的最佳企业承担最小的金融风险但却有最优秀的前景，你为什么要将钱投放到第20位优秀的企业

里，而不将钱投放在顶级优秀的企业上呢？

## 降低证券换手率

经常性的买卖将帮助改善你的证券投资组合，这种想法是错误的。我们已经知道，证券换手产生了交易成本，降低了你的整体利润。对于需缴税的投资来说，高换手率的后果是十分有害的。每次股票出手，假设交易赚取了一定的利润，你必须以税收的形式摒弃部分利润。记住，股本中未实现的资本收益只要你持股一天就会保留在你手中一天。假设持有这家公司的投资基本原则并未改变，通过持有资本收益，你就能够使你的净收益以强有力的方式按复合形式增长。

你应当像拥有这家公司的首席执行官一样对待你持有的证券。巴菲特说：“一个拥有超长期经济效益分公司的母公司，是不会将公司的这颗‘皇冠上的宝石’卖掉的。然而，同样是这个首席执行官，却可能冲动地卖掉他私人证券账户里的股票。他的理由是一个简单的逻辑‘获取利润总不会使你破产吧’。”巴菲特解释说：“从我们的观点看，在企业里讲得通的事在股票上也同样讲得通。一个股市投资者随便持有某家杰出公司的一小部分股票，他所表现出来的韧劲和心态应当与完全拥有这家企业表现出的坚韧和顽强一样才行。”

## 开发其他业绩衡量尺度

集中投资战略是以经济为基础的模式，而不是以价格为基础的模式。在基于经济价值的模式中，将注意力集中在少数几种股票上，将使你更好地了解并监控你拥有的企业。在基于经济价值的模式中，我们认识到，拥有少数几种股票而不是多种股票起到降低整体证券投资风险的作用。价格波动在以经济为基础的模式中是件好事，因为它给你一个廉价购买更多的好企业股票的机会。相反，在以价格为基础的模式中，多元化是广泛性的，所有权是分离式的，价格波动被视为负面影响。

在以经济为基础的模式中你应感到安慰，因为你知道未来的股价与企业的潜在经济效益密切相关。如果企业的经济效益改善了，股价将会攀升；如果企业的经济状况恶化了，企业的未来股价将会跌落。

在这个框架下，你具有赢者的优势，即你拥有高成功概率，而另一种模式（总是试图正确猜出短期股价的方法）则是一个输者的游戏。正因为以经济为基础的模式不以短期价格变动作为衡量进步的尺度，所以它并不意味着集中投资者没有衡量业绩的方法，它仅仅意味着我们需要使用一把不同的量尺。

集中投资者可以通过计算全面收益来衡量他们的投资进展，巴菲特就是这样做的。为了计算你们公司的整体收益实力，你可用每股收益乘以你拥有的股数。巴菲特解释说企业拥有者的目标是创立一个证券投资组合，

这套组合在10年内将产生最高水平的全面收益。

## 学会用概率的方法来思考

我们已经知道沃伦·巴菲特是桥牌的狂热爱好者。如果他和查理·芒格认为在桥牌和投资之间有许多可比之处，你也就不用感到奇怪了。查理说：“我们对待投资的战略与我们解决桥牌问题的方法是一样的，都是通过估算真正的概率。”

巴菲特最喜欢的桥牌书是西蒙（S.J.Simon）写的《你为什么会在打桥牌时输》（Why You Lose at Bridge），它包含了一些集中投资者应熟记于心的真知灼见。西蒙说：“玩桥牌的人中真正费力气花时间去学习桥牌中出现的数学原理的人少之又少，除非是专业桥牌玩家，其实带给他大量利益的不是他的高超技巧，而是他对数学的超级意识。”

任何扑克游戏，不管是桥牌、纸牌还是21点，其实都是数学问题，投资也一样，但请记住，投资中的数学并非是不可达到的。贝叶斯概率推理中包含的代数知识是高中水平的。当然，在投资中纯数学的应用要以主观概率分析作为补充，所有这些技巧均来源于你的商业实践。巴菲特说，在很多时候他是一个好的投资家是因为他是一个商人；他是一个好的商人，是因为他是一个投资家。

当你花费更多的时间将股票看成是企业，如研读它们的年度报告、专业杂志，调查企业的经济状况而不是股价时，概率观点就会很自然地出现。连你自己都会感到惊讶，你能够这么快地看出在每日股价变化之下潜

存着的企业格局。巴菲特指出：“你的确可以看到某些企业格局或企业行为的重复出现，但华尔街偶尔也会忽略它们。”

如果你是将注意力集中在潜在企业经济格局的那类投资家，你会发现你更容易以概率的方式思考，这将给你带来巨大的竞争优势。西蒙说，不管怎样，阻止一个好的桥牌玩家成为伟大的桥牌选手的原因正是他对数学的漠然。



## 学会认识判断失误心理

布莱斯·帕斯卡是概率论的创始人之一。他说：“人的头脑在某一时间既可能是万物之灵，也可能极其愚钝。”查理·芒格对投资和投资心理也写下了他的观点，这些观点对投资者也有很大帮助。他说：“人的头脑既有强大的动力，也会发生运转失误，它导致我们得出错误的结论。”

投资中的心理状态是极其重要的。我们可以搞清经济状况，也可以算对概率，但如果我们允许我们的感情超越理智的判断，我们将无法靠集中投资战略获取利润，也无法靠任何战略获取利润。

集中投资战略并非是适合所有人的战略，记住这一点很重要。集中投资的独特风格经常与多数人对投资的想法相矛盾。查理说：“每个人都必须从边际效用的角度来进行投资游戏，其中必须考虑到他自己的心理状态。”根据查理的说法：“如果损失会使你感到难过，有些损失是在所难免的，你不妨采用非常保守的投资方式以保持你的寿命。”

巴菲特对此表示赞同。巴菲特说，只要有长期投资的眼光，集中投资的风险“就成为你自己的风险，这个风险就是你是否能够保持你对企业真实状况的信念，而不太关心股市的情况”。

## 忽视市场预测

在1997年年底，谁能猜到日本作为世界第二号经济大国，会陷入第二次世界大战以来最严重的衰退谷底？谁能够预测到俄罗斯会在债务问题上拖欠不履行职责，而东南亚市场则在内部爆炸？又有谁能预测到道琼斯平均指数在6个星期里暴跌1800点，又在以后的短短3个月内再创新高？

答案是：没有谁预测到这些结果。即便有人声称他们预测到了，他们做出第二次准确预测的概率要小于他们掷硬币成功的概率。股票市场（作为世界经济的一部分）是一个复杂的适应性系统，它处于永远发展变化的状态下。简单的预测系统从短期来看可能会生机勃勃，但它最终会失败。你可能受到预测模式的诱惑而忍不住去拥抱它们，但这是莽撞的举动。

巴菲特说股市经常是高效的。当它处于高效状态时，信息在市场上随处可得，投资参与者快速行动制定股价，但是请注意，他没有说股市永远都是高效的。市场投资者制定的价格与企业内在价值不完全相符的情况时有发生。股价与企业内在价值脱离的原因是各种各样的，包括心理反应过度和经济判断失误。集中投资者处于有利的地位，可以充分利用这种价格错位，但如果他们将宏观经济预测或股票市场预测在某种程度上包括在他们的模式中，他们的竞争优势就会减弱。

## 等待最佳击球机会

泰·科布（Ty Cobb）曾说过：“泰德·威廉姆斯见过的棒球比任何在世的人都多，但他需要等待一个完美的击球机会。”这个近乎苛刻的原则可以解释为什么威廉姆斯是过去70年里唯一取得.400佳绩的击球手。沃伦·巴菲特对泰德·威廉姆斯敬佩有加，在好几次场合，他与伯克希尔的股民分享威廉姆斯的近乎苛刻的原则。在《击球的科学》（The Science of Hitting）一书中，威廉姆斯解释了他的击球技巧。他将棒球场的击球区划分成77块小格子，每块格子只有棒球那么大。巴菲特说：“现在，当球落在‘最佳’的方格里时，挥棒击球，威廉姆斯知道，这将使他击出.400的佳绩；当球落在‘最差’的方格里时，即击球区的外部低位角落时，挥棒击球只能使他击出.230的成绩。”

威廉姆斯击球的忠告与投资的可比之处是很明显的。对巴菲特来说，投资是一系列“商业”击球，要取得高于平均水平的业绩，他必须等待直到企业进入“最佳”击球方格里才挥棒。巴菲特认为投资者经常对坏球挥棒，他们的业绩也因此受到影响。或许并非投资者认识不到已经来临的一个好球——一个好的企业，困难之处在于投资者总是忍不住要挥棒击球。

我们怎样克服这种两难窘境呢？巴菲特建议投资者每次行动就好像持有一张“终生决策卡”，上面最多只能有20个孔。你一生只能做20次投资决策，每次挥棒，你的卡上就会打一个孔，你的余生就少一次投资机会，这

会迫使你寻找最好的投资机会。

当球又低又在击球区域之外时，不要试图挥舞你的球棒。威廉姆斯为了等待最佳时机，冒着三振出局的风险。从这点上讲投资者的日子要好过得多。巴菲特说，与威廉姆斯不同，“我们不会因放弃落在击球区以外的三个坏球而被淘汰出局。”

## 集中投资者的责任

在你放下此书之前，你应该认真地考虑一下我们下面要说的话，这一点至关重要。我们建议将《沃伦·巴菲特之路》与《巴菲特的投资组合》两本书放在一起作为投资者的指南，就像拥有法拉利汽车手册一样，但你要想让这辆高性能跑车具有跑出每小时200英里的性能，你必须对它负责任并安全驾驶。较英明的做法是你不仅阅读汽车手册，而且按照手册上的黑体字行事。同样，如果你准备系上集中投资这条安全带，我就为你提出下列忠告：

除非你愿意将股票看成是企业所有权的一部分，而且自始至终都这样认为，否则你不要踏入股市。

做好刻苦研究你拥有的企业以及你拥有企业的竞争对手的准备。你应当做到没有人比你更了解这家企业或这个行业。

除非你愿意进行5年以上的投资，否则不要实施集中投资战略。长期的投资时限会增加投资的安全性。

永远不要举债进行集中投资。一个不靠举债进行投资的集中投资将会使你尽快达到目标。请记住，银行突然要求提前偿还部分欠款的通知对一个结构良好的证券投资组合具有毁灭性的意义。

驾驭集中投资需要正确的心态和性格，投资者要满足这种需求。

作为集中投资者，你的目标是达到对你的企业的了解程度超过所有华尔街的投资者。你可能会反对说这是不现实的，但想想华尔街所倡导的精神，它可能没有你想的那么难。如果你愿意努力工作并尽可能多地了解你的企业，你很有可能会比一般投资者知道更多企业的情况，这就是你获得竞争优势所需的全部。

巴菲特说，他的投资策略并非超出一般认真从事投资业的人的理解范围。我承认，要想从集中投资策略中获益，你无须是MBA水平的企业评估家，然而，它的确需要你花时间去研究。正如巴菲特所说：“投资比你想象的要简单，但也比它看上去的要难。”成功的投资家不需要学习高难度的充满希腊符号的数学；你不必学会破译衍生工具和了解国际货币的波动；你不需要深刻了解美联储的政策；你当然更不需要跟着市场行情预测者每日的陈词滥调走。

有些投资者宁愿闲聊“市场的举动”，也不愿花力气去读企业的年度报告，但请相信我，对市场未来走势和利率的“酒会闲谈”绝不会比你花30分钟阅读你拥有的公司提供的最新资料更有益。

## 为什么华尔街忽视集中投资

令人感到惊奇的是，在一个以仿效成功而著称的行业，到目前为止华尔街还是对集中投资弃之不理，尽管集中投资的实施者们已取得了不同凡响的结果。查理·芒格说：“我们的做法（集中证券投资）虽然简单，但并没有被广泛效法，我不知道这是为什么。它已被伯克希尔的股民们仿效，你们所有的人（股民们）已经学会了，但是它在投资管理界，甚至在有名望的大学和其他学术机构里都没有成为标准的做法。这就产生一个非常有趣的问题：假如我们是对的，为什么这么多有名望的机构都错了呢？”

查理提出了一个根本性的问题：为什么人们拒绝我们的观点？特别是要我们问，当这些观点似乎行得通并创造了成功时，人们为什么要拒绝呢？最当之无愧地能回答这个问题的人是托马斯·库恩（Thomas Kuhn）。

逝世于1996年的库恩既是一位物理学家，又是一位哲学家。他在1962年发表的著作《科学发展的构架》（The Structure of Scientific Revolution）虽然称不上是20世纪后半叶最具影响力的哲学著作，但亦被认为是最具影响力的哲学著作之一。这本被售出100万册以上的书引入了范例这一概念，以及人们现在熟知的词汇“范例转移”。

库恩争论的观点是：科学的进步并不总是一帆风顺的。尽管我们可能会认为科学的发现是在原有的坚实的大厦上添砖加瓦的过程，库恩却向我们显示出，科学的进步经常是从危机开始的——首先推翻原来流行的模式

或范例的学术构架，然后再重新建立起全新的模式。

历史似乎证实了库恩的理论。哥白尼的日心说代替了地心说的理论，爱因斯坦的相对论推翻了欧几里得的几何学。库恩解释说每次在新范例转移之前都有一段危机时期。有些人认为目前学术界在广泛的多元化与集中投资战略之间的拉锯战就属于危机时期。

库恩的观点是，范例转移发生的首要征兆是有违反常规的事情被引入其中。巴菲特说：“我一直觉得违反常规这个词十分有趣，因为我觉得哥伦布就是一个违背常规的人，至少在短期内他被认为是这样的。违背常规的事意味着学术界人士无法解释的事。他们不去重新检验他们的理论，而是简单地将这类事情斥之为违背常规。”

多年来，学术界人士一直企图将巴菲特作为违反常规者对待，统计学家也称之为5- $\Sigma$ 事件。在他们看来，巴菲特是如此之不寻常，他的成功是如此之罕见，以至于谁要仿效他的成功只能要靠运气。有些经济学家使用古典大猩猩类比法：如果你将足够多的大猩猩放在一间屋子里，从统计学上讲其中一只一定会发生“巴菲特现象”。即便如此，你又如何解释约翰·梅纳德·凯恩斯、菲尔·费舍尔、查理·芒格、罗·辛普森以及比尔·罗纳的成功呢？

新范例开始形成的主要原因之一是旧的范例开始崩溃。这时旧范例的倡导者们赶快拿出胶条竭力修补挽救他们的模式。当托勒密的天动说不再能解释天体的运动时，天文学家们只是简单地在旧模式里加几道圈以解释



天空中发生的现象。他们坚持说托勒密并没有错，模式只是需要改进而已。

你可能会认为，在当今世界上，科学家们随时准备接受新信息甚至是彼此矛盾的信息，然后依照逻辑的方式建立新范例。库恩说没有比这个想法更脱离实际的了。“尽管他们（目前范例的倡导者）可能对旧范例也开始失去信心，并开始考虑其他的可能性，但他们不愿放弃导致他们进入危机的旧模式。”在为宣传目前的模式投入了大量的人力和物力之后，轻易接受一个范例转移的观点不论在学术上、感情上和财力上都是一项不值得冒的风险。

在历史上，当范例转移真的发生时，一般都延续几十年，包含几代人的参与，这就使他们有足够的时间教育新倡导者。当旧范例已完全不合时宜并已达到无法否认的情况下，在地平线上就会出现一批不可阻挡的新范例的倡导者。当范例转移完成时，新范例倡导者所面临的最大挑战是，他们怎样才能敌视他们的成功的环境里生存下去。

库恩告诉我们，在范例危机中求生存需要信念和敢于挑战的精神。我建议巴菲特派的超级投资家们表现出这两种精神。考虑到他们的成功程度，我们这些人跟在他们后面也绝不会差到哪儿去。

## 投资与投机

伟大的金融思想家们，包括约翰·梅纳德·凯恩斯、本·格雷厄姆，还有沃伦·巴菲特，都对投资与投机的区别进行过解释。按照凯恩斯的观点：“投资是对资产在其整个生命期内的收益进行预测的一项活动；而投机是预测市场心理的一项活动。”对格雷厄姆来说：“投资活动是在全面分析的基础上保证本金的安全又能产生令人满意的收益，而不能满足上述条件的活动是投机活动。”巴菲特认为：“如果你是投资家，你会考虑你的资产，即你的企业将会怎样。如果你是一个投机家，你主要预测价格会怎样而不关心企业。”

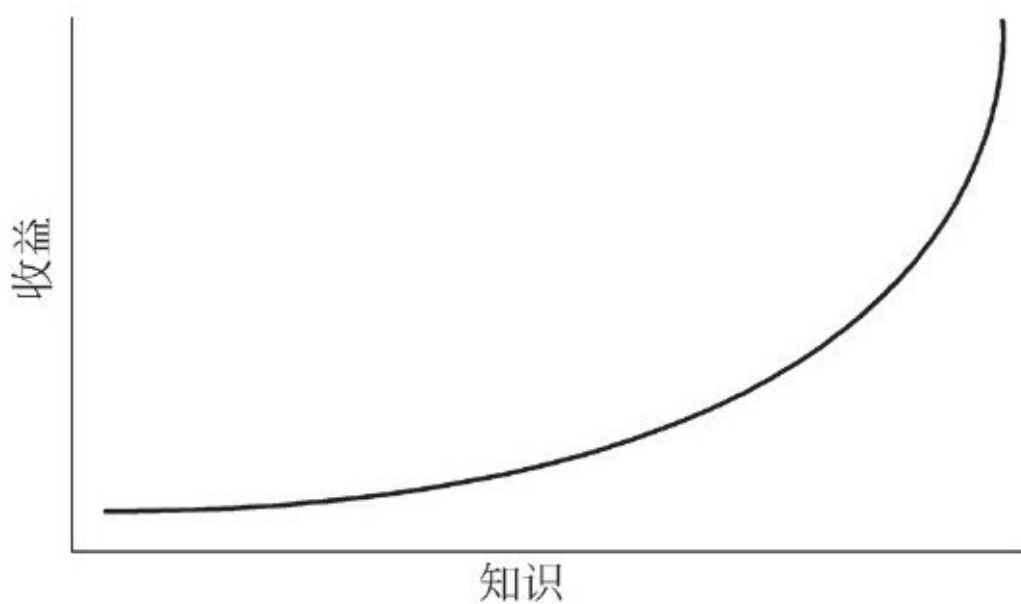
总体来说，他们都同意投机家是全身心地猜测未来股价，而投资家则集中精力关心潜在资产。他们知道未来的股价与资产的业绩密切相关。如果他们是对的，那么似乎当今金融市场上占主导地位的活动就是投机而不是投资。

关于投机还是投资，这是一个古老而又顽固的辩题，双方拥护者都热情而执著。在本·格雷厄姆去世前，他单独接受了查尔斯·艾利斯（Charles Ellis）的长时间采访。艾利斯是格林威治合伙公司（Greenwich Partners）的合伙人之一，也是《在输家游戏中获胜》（Winning the Loser's Game）一书的作者。艾利斯在1976年为《金融分析家杂志》做专访，在那次采访中，艾利斯忆及他与格雷厄姆就投资与投机辩题进行的讨论。根据艾利斯

的说法，投机观念本身并不使格雷厄姆感到困惑，格雷厄姆解释说在股市上投机者总是占一部分。令格雷厄姆感到极度不安的是，他认为投资者已在不知不觉中养成了投机的习惯。

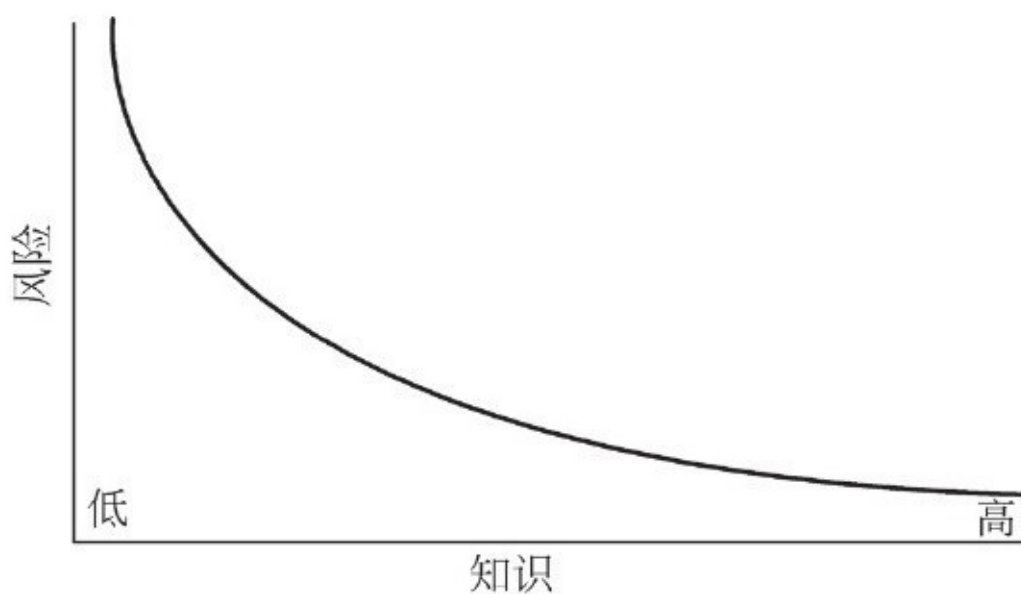
或许我们看待问题的方法不对，让我们不要就投资与投机的概念问题大叫大嚷，争吵不休了，或许我们可以更多地关心一下知识因素。我认为应该更深刻地了解企业的运作方式以及股价的表现方式；应该开始了解集中投资战略与广泛多元化战略完全不同，它能够给你最高的战胜指数基金的机会；应该明白高换手率的证券投资会增加投资成本而低换手率的投资会增加潜在的收益；要知道对股价的追随是傻瓜的游戏。随着对上述这些知识的了解，投资者将开始砌起知识的砖墙，它们会推动你远离投机的方向而朝着投资的方向迈进。

我们可以肯定地说知识起到增加投资收益的作用（见图9-1），还起到减小总体风险的作用（见图9-2）。我们还可以通过用知识来为投资和投机的差异进行界定以证明自己是正确的（见图9-3）。最终，你的知识水平越高，你将越不容易被纯投机心理所控制。



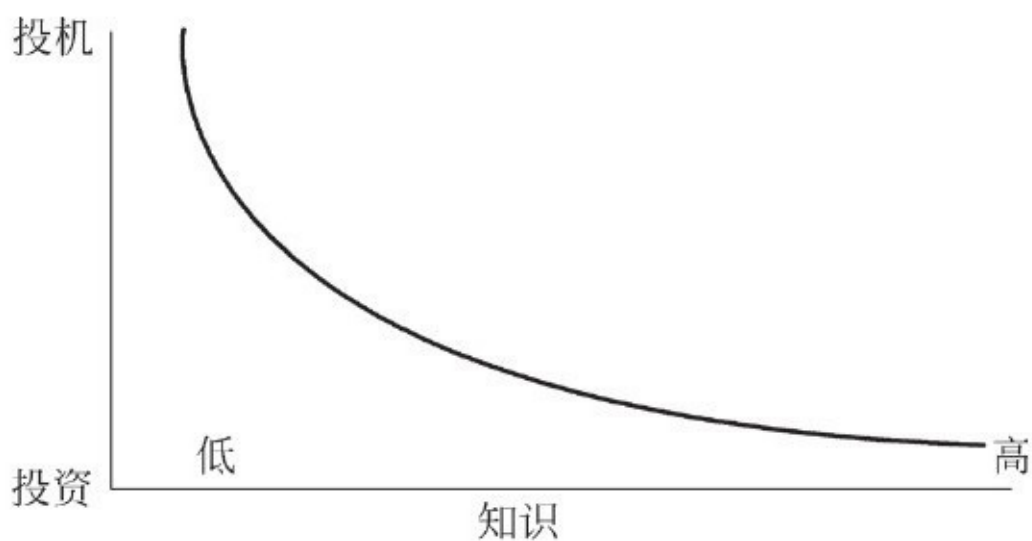
随着知识的增长，收益水平也随之增长

图 9-1 知识与金融收益的关系



随着知识的增加，风险水平逐步降低

图 9-2 知识与风险的关系



随着知识的增加，投资相对于投机的使用亦增加

图 9-3 知识与投资/投机的关系

才华横溢的金融作家朗·切诺（Ron Chernow）声称：“金融系统反映了社会的价值观。”我认为这在很大程度上是对的。我们似乎经常在社会准则上出现失误，从而使我们的市场屈从于投机势力。不久我们会更正我们自己的行为，继续我们的金融步伐，但会再次跌倒并重新回到具有毁灭性的习惯上。停止这种邪恶怪圈的方法之一是教育自己，使自己懂得什么是行得通的，什么是行不通的。

## 向最棒的人学习

在不久前伯克希尔-哈撒韦公司的一次会议上，巴菲特和芒格被问及他们两位伟人造就一代新投资家的可能性问题，而这恰恰是在过去20年里，俩人一直在做的事情。伯克希尔-哈撒韦的年度报告以其清晰、不含任何繁文缛节和极具教育价值而闻名。任何有幸参加伯克希尔-哈撒韦年会的人都非常受启发。（那些不能亲临参会的人可以从巴菲特以及芒格的讲话中受益。其他关于他们的演讲、访谈内容可以从亨利·艾默森（Henry Emerson）在《杰出投资家文摘》上的生动报道中读到。）通过他们的身体力行以及公开言论，沃伦·巴菲特和查理·芒格已帮助了成千上万的投资人，让他们学会如何思考投资的过程，就像当年他们从他们的老师那里学习一样。

我们了解查理的一点是，他“相信一定要掌握别人悟出的道理中最精彩的部分。我不相信仅靠自己坐下来，就梦想出一切观点。没有人是那么聪明的。”

巴菲特表示赞同。他说：“我学习是靠自己读书，所以我不认为自己有什么独特的观点。当然我谈到阅读格雷厄姆书籍的体会，我也读菲尔·费舍尔的文章，所以从阅读中我得出了许多自己的看法。”据巴菲特说，“你可以从别人身上学到许多东西。事实上，如果你基本上从别人那里学知识，你无需有太多自己的新观点，你只需应用你学到的最好的知识。”

获取知识是人生的旅途。沃伦·巴菲特和查理·芒格从他们的先行者身上获取了大量的智慧，然后按他们的理解将它镶嵌成形，并慷慨地将此成形之物赠予他人——赠予那些愿意学习、愿意敞开心扉以鲜活的想法和冲劲全身心学习的人。

查理曾经说过：“有些人顽固地拒绝学习，这真是件令人匪夷所思的事情。”巴菲特补充道：“更令人感到惊讶的是，当学习对他们自身大有好处的情况下他们还是拒绝学习。”巴菲特然后用若有所思的语气说：“对思考或改变总是存在着巨大的抵抗力。我曾引用过伯特兰·罗素（Bertrand Russell）的一句话，‘多数人宁愿死也不愿动脑子，许多人后来就真的死了。’从金融学的角度看，这句话真是千真万确。”

## 附录A

表A-1~表A-10展示了伯克希尔-哈撒韦公司1988~1997年普通股证券投资组合。第3章探讨了购买可口可乐公司股票的情况，并将其作为巴菲特“押大赌注”的范例。你可能会发现追踪公司持有的其他股票的分布也是一件有趣的事。



表 A-1 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1988 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称       | 成本/千美元       | 市值/千美元       | 占投资组合<br>百分比(%) | 年益收<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)     |
|------------|------------|--------------|--------------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------|
| 3 000 000  | 大都会/美国广播公司 | 517 500.00   | 1 086 750.00 | 35.6            | 5.1        | 1.8         | 1.0           | 0.1               |
| 6 850 000  | 政府就业保险公司   | 45 713.00    | 849 400.00   | 27.8            | 13.5       | 3.8         | 2.7           | 0.3               |
| 14 172 500 | 可口可乐公司     | 592 540.00   | 632 448.00   | 20.7            | 22.8       | 4.7         | 4.6           | 0.5               |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报公司    | 9 731.00     | 364 126.00   | 11.9            | 13.6       | 1.6         | 2.7           | 0.3               |
| 2 400 000  | 联邦住房贷款抵押公司 | 71 729.00    | 121 200.00   | 4.0             |            | 0.0         | 0.0           | 0.0               |
|            |            |              |              |                 |            |             |               | 14.9 <sup>①</sup> |
|            | 普通股总数      | 1 237 213.00 | 3 053 924.00 | 100.0           |            | 11.9        | 11.0          | 16.0              |

① 市场收益(S&P 500)占证券组合的 90%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1988 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 16.6%)



表 A-2 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1989 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称       | 成本/千美元       | 市值/千美元       | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)     |
|------------|------------|--------------|--------------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------|
| 23 350 000 | 可口可乐公司     | 1 023 920.00 | 1 803 787.00 | 34.8            | 77.0       | 26.8        | 15.4          | 1.5               |
| 3 000 000  | 大都会/美国广播公司 | 517 500.00   | 1 692 375.00 | 32.6            | 55.8       | 18.2        | 11.2          | 1.1               |
| 6 850 000  | 政府就业保险公司   | 45 713.00    | 1 044 625.00 | 20.1            | 24.2       | 4.9         | 4.8           | 0.5               |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报公司    | 9 731.00     | 486 366.00   | 9.4             | 34.6       | 3.2         | 6.9           | 0.7               |
| 2 400 000  | 联邦住房贷款抵押公司 | 71 729.00    | 161 100.00   | 3.1             | 0.0        | 0.0         | 0.0           | 0.0               |
|            |            |              |              |                 |            |             |               | 28.5 <sup>①</sup> |
|            | 普通股总数      | 1 668 593.00 | 5 188 253.00 | 100.0           |            | 53.1        | 38.3          | 32.3              |

① 市场收益(S&P 500) 占证券组合的 90%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1989 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益

31.6%)



表 A-3 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1990 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称       | 成本/千美元       | 市值/千美元       | 占投资组合百分比(%) | 年收益(%) | 加权收益(%) | 均等加权收益(%) | 2%加权收益(%)         |
|------------|------------|--------------|--------------|-------------|--------|---------|-----------|-------------------|
| 46 700.000 | 可口可乐公司     | 1 023 920.00 | 2 171 550.00 | 40.2        | 22.7   | 9.1     | 3.8       | 0.5               |
| 3 000 000  | 大都会/美国广播公司 | 517 500.00   | 1 377 375.00 | 25.5        | -18.6  | -4.7    | -3.1      | -0.4              |
| 6 850 000  | 政府就业保险公司   | 45 713.00    | 1 110 556.00 | 20.5        | 7.5    | 1.5     | 1.3       | 0.2               |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报公司    | 9 731.00     | 342 097.00   | 6.3         | -28.4  | -1.8    | -4.7      | -0.6              |
| 5 000 000  | 韦尔斯、法戈公司   | 289 431.00   | 289 375.00   | 5.4         | -16.8  | -0.9    | -2.8      | -0.3              |
| 2 400 000  | 联邦住房贷款抵押公司 | 71 729.00    | 117 000.00   | 2.2         | -25.4  | -0.6    | -4.2      | -0.5              |
|            |            |              |              |             |        |         |           | -2.7 <sup>①</sup> |
|            | 普通股总数      | 1 958 024.00 | 5 407 953.00 | 100.0       |        | 2.7     | -9.8      | -3.9              |

① 市场收益(S&P 500)占证券组合的 88%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1990 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 -3.1%)



表 A-4 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1991 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称           | 成本/千美元       | 市值/千美元       | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)     |
|------------|----------------|--------------|--------------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------|
| 46 700 000 | 可口可乐公司         | 1 023 920.00 | 3 747 675.00 | 42.9            | 75.4       | 32.4        | 10.8          | 1.5               |
| 6 850 000  | 政府就业保险<br>公司   | 45 713.00    | 1 363 150.00 | 15.6            | 23.8       | 3.7         | 3.4           | 0.5               |
| 24 000 000 | 吉列公司           | 600 000.00   | 1 347 000.00 | 15.4            | 81.8       | 12.6        | 11.7          | 1.6               |
| 3 000 000  | 大都会/美国广<br>播公司 | 517 500.00   | 1 300 500.00 | 14.9            | -5.5       | -0.8        | -0.8          | -0.1              |
| 2 495 2000 | 联邦住房贷款<br>抵押公司 | 7 724 500    | 343 090.00   | 3.9             | 188.0      | 7.4         | 26.9          | 3.8               |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报<br>公司    | 9 731.00     | 336 050.00   | 3.9             | 0.2        | 0.0         | 0.0           | 0.0               |
| 5 000 000  | 韦尔斯、法戈<br>公司   | 289 431.00   | 290 000.00   | 3.3             | 5.3        | 0.2         | 0.8           | 0.1               |
|            |                |              |              |                 |            |             |               | 26.1 <sup>①</sup> |
|            | 普通股总数          | 2 563 540.00 | 8 727 465.00 | 100.0           |            | 55.5        | 52.7          | 33.5              |

① 市场收益(S&P 500)占证券组合的 86%。

资料来源: Berkshire Hathaway 1991 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 30.4%)





表 A-5 伯克希尔－哈撒韦公司 1992 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称           | 成本/千美元       | 市值/千美元        | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)    |
|------------|----------------|--------------|---------------|-----------------|------------|-------------|---------------|------------------|
| 93 400 000 | 可口可乐公司         | 1 023 920.00 | 3 911 125.00  | 35.1            | 5.8        | 2.0         | 0.7           | 0.1              |
| 34 250 000 | 政府就业保险<br>公司   | 45 713.00    | 2 226 250.00  | 20.0            | 64.2       | 12.8        | 8.0           | 1.3              |
| 3 000 000  | 大都会/美国广<br>播公司 | 517 500.00   | 1 523 500.00  | 13.7            | 17.2       | 2.3         | 2.1           | 0.3              |
| 24 000 000 | 吉列公司           | 600 000.00   | 1 365 000.00  | 12.3            | 2.7        | 0.3         | 0.3           | 0.1              |
| 16 196 700 | 联邦住房贷款<br>抵押公司 | 414 527.00   | 783 515.00    | 7.0             | 7.4        | 0.5         | 0.9           | 0.1              |
| 6 358 418  | 韦尔斯\法戈<br>公司   | 380 983.00   | 485 624.00    | 4.4             | 34.5       | 1.5         | 4.3           | 0.7              |
| 4 350 000  | 综合动力公司         | 312 438.00   | 450 769.00    | 4.0             | 96.7       | 3.9         | 12.1          | 1.9              |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报<br>公司    | 9 731.00     | 396 954.00    | 3.6             | 20.4       | 0.7         | 2.6           | 0.4              |
|            | 普通股总数          | 3 304 812.00 | 11 142 737.00 | 100.0           |            |             |               |                  |
|            |                |              |               |                 |            |             |               | 6.4 <sup>①</sup> |
|            |                |              |               |                 |            | 24.2        | 31.1          | 11.4             |

① 市场收益(S&P 500)占证券组合的84%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1992 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益

7.6%)



表 A-6 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1993 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称           | 成本/千美元       | 市值/千美元        | 占投资组合<br>百分比 (%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益 (%) | 均等加权<br>收益 (%) | 2% 加权<br>收益 (%)  |
|------------|----------------|--------------|---------------|------------------|------------|--------------|----------------|------------------|
| 93 400 000 | 可口可乐公司         | 1 023 920.00 | 4 167 975.00  | 37.9             | 8.3        | 3.1          | 1.0            | 0.2              |
| 34 250 000 | 政府就业保险<br>公司   | 45 713.00    | 1 759 594.00  | 16.0             | -19.7      | -3.1         | -2.5           | -0.4             |
| 24 000 000 | 吉列公司           | 600 000.00   | 1 431 000.00  | 13.0             | 6.4        | 0.8          | 0.8            | 0.1              |
| 2 000 000  | 大都会/美国广<br>播公司 | 345 000.00   | 1 239 000.00  | 11.3             | 22.0       | 2.5          | 2.8            | 0.4              |
| 6 791 218  | 韦尔斯、法戈<br>公司   | 423 680.00   | 878 614.00    | 8.0              | 73.0       | 5.8          | 9.1            | 1.5              |
| 13 654 600 | 联邦住房贷款<br>抵押公司 | 307 505.00   | 681 023.00    | 6.2              | 4.9        | 0.3          | 0.6            | 0.1              |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报<br>公司    | 9 731.00     | 440 148.00    | 4.0              | 12.9       | 0.5          | 1.6            | 0.3              |
| 4 350 000  | 综合动力公司         | 94 938.00    | 401 287.00    | 3.6              | 48.5       | 1.8          | 6.1            | 1.0              |
|            | 普通股总数          | 2 850 487.00 | 10 998 641.00 | 100.0            |            | 11.7         | 19.5           | 8.5 <sup>①</sup> |
|            |                |              |               |                  |            |              |                | 11.6             |

① 市场收益 (S&P 500) 占证券组合的 84%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1993 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 10.1%)



表 A-7 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1994 年普通股投资组合

| 持股数量/股     | 公司名称       | 成本/千美元       | 市值/千美元        | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)           |
|------------|------------|--------------|---------------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------------|
| 93 400 000 | 可口可乐公司     | 1 023 920.00 | 5 150 000.00  | 36.9            | 17.4       | 6.4         | 1.7           | 0.3                     |
| 24 000 000 | 吉列公司       | 600 000.00   | 1 797 000.00  | 12.9            | 27.4       | 3.5         | 2.7           | 0.5                     |
| 20 000 000 | 大都会/美国广播公司 | 345 000.00   | 1 705 000.00  | 12.2            | 37.8       | 4.6         | 3.8           | 0.8                     |
| 34 250 000 | 政府就业保险公司   | 45 713.00    | 1 678 250.00  | 12.0            | -2.6       | -0.3        | -0.3          | -0.1                    |
| 6 791 218  | 韦尔斯、法戈公司   | 423 680.00   | 984 272.00    | 7.0             | 15.2       | 1.1         | 1.5           | 0.3                     |
| 27 759 941 | 美国运通公司     | 723 919.00   | 818 918.00    | 5.9             | 12.4       | 0.7         | 1.2           | 0.2                     |
| 13 654 600 | 联邦住房贷款抵押公司 | 270 468.00   | 644 441.00    | 4.6             | 3.2        | 0.1         | 0.3           | 0.1                     |
| 1 727 765  | 华盛顿邮报公司    | 9 731.00     | 418 983.00    | 3.0             | -3.2       | -0.1        | -0.3          | -0.1                    |
| 19 453 300 | PNC 银行公司   | 503 046.00   | 410 951.00    | 2.9             | -23.6      | -0.7        | -2.4          | -0.5                    |
| 6 854 500  | 甘尼特公司      | 335 216.00   | 365 002.00    | 2.6             | -4.5       | -0.1        | -0.5          | -0.1                    |
| 普通股总数      |            | 4 280 693.00 | 13 972 817.00 | 100.0           |            | 15.3        | 8.0           | 1.1 <sup>①</sup><br>2.6 |

① 市场收益(S&P 500) 占证券组合的 80%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1994 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 1.3%)



表 A-8 伯克希尔 - 哈撒韦公司 1995 年普通股投资组合

| 持股数量/股      | 公司名称       | 成本/千美元   | 市值/千美元    | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)     |
|-------------|------------|----------|-----------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------|
| 49 456 900  | 美国运通公司     | 1 392.70 | 2 046.30  | 10.6            | 42.8       | 4.5         | 6.1           | 0.9               |
| 20 000 000  | 大都会/美国广播公司 | 345.00   | 2 467.50  | 12.8            | 44.9       | 5.7         | 6.4           | 0.9               |
| 100 000 000 | 可口可乐公司     | 1 298.90 | 7 425.00  | 38.4            | 46.1       | 17.7        | 6.6           | 0.9               |
| 12 502 500  | 联邦住房贷款抵押公司 | 260.10   | 1 044.00  | 5.4             | 68.2       | 3.7         | 9.7           | 1.4               |
| 34 250 000  | 政府就业保险公司   | 45.70    | 2 393.20  | 12.4            | 44.1       | 5.5         | 6.3           | 0.9               |
| 48 000 000  | 吉列公司       | 600.00   | 2 502.00  | 12.9            | 41.1       | 5.3         | 5.9           | 0.8               |
| 6 791 218   | 韦尔斯、法戈公司   | 423.70   | 1 466.90  | 7.6             | 15.2       | 1.2         | 2.2           | 0.3               |
|             |            |          |           |                 |            |             |               | 32.3 <sup>①</sup> |
|             | 普通股总数      | 4 366.10 | 19 344.90 | 100.0           |            | 43.6        | 43.2          | 38.3              |

①市场收益(S&P 500)占证券组合的 86%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1995 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 37.6%)





表 A-9 伯克希尔－哈撒韦公司 1996 年普通股投资组合

| 持股数量/股      | 公司名称       | 成本/千美元   | 市值/千美元    | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)     |
|-------------|------------|----------|-----------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------|
| 49 456 900  | 美国运通公司     | 1 392.70 | 2 794.30  | 11.4            | 39.8       | 4.5         | 5.0           | 0.8               |
| 200 000 000 | 可口可乐公司     | 1 298.90 | 10 525.00 | 43.0            | 43.2       | 18.6        | 5.4           | 0.9               |
| 24 614 214  | 沃尔特·迪斯尼公司  | 577.00   | 1 716.80  | 7.0             | 19.1       | 1.3         | 2.4           | 0.4               |
| 64 246 000  | 联邦住房贷款抵押公司 | 333.40   | 1 772.80  | 7.2             | 34.2       | 2.5         | 4.3           | 0.7               |
| 48 000 000  | 吉列公司       | 600.00   | 3 732.00  | 15.3            | 50.9       | 7.8         | 6.4           | 1.0               |
| 30 156 600  | 麦当劳公司      | 1 265.30 | 1 368.40  | 5.6             | 1.2        | 0.1         | 0.1           | 0.0               |
| 1 727 765   | 华盛顿邮报公司    | 10.60    | 579.00    | 2.4             | 20.6       | 0.5         | 2.6           | 0.4               |
| 7 291 418   | 韦尔斯、法戈公司   | 497.80   | 1 966.90  | 8.0             | 27.6       | 2.2         | 3.4           | 0.6               |
|             |            |          |           |                 |            |             |               | 19.3 <sup>①</sup> |
|             | 普通股总数      | 5 975.70 | 24 455.20 | 100.0           |            | 37.5        | 29.6          | 24.0              |

① 市场收益(S&P 500)占证券组合的84%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1996 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 23.0%)



表 A-10 伯克希尔－哈撒韦公司 1997 年普通股投资组合

| 持股数量/股      | 公司名称          | 成本/千美元   | 市值/千美元    | 占投资组合<br>百分比(%) | 年收益<br>(%) | 加权<br>收益(%) | 均等加权<br>收益(%) | 2%加权<br>收益(%)     |
|-------------|---------------|----------|-----------|-----------------|------------|-------------|---------------|-------------------|
| 49 456 900  | 美国运通公司        | 1 392.70 | 4 414.00  | 13.9            | 59.8       | 8.3         | 7.5           | 1.2               |
| 200 000 000 | 可口可乐公司        | 1 298.90 | 13 337.50 | 42.0            | 27.9       | 11.7        | 3.5           | 0.6               |
| 21 563 414  | 沃尔特·迪斯<br>尼公司 | 381.20   | 2 134.80  | 6.7             | 42.8       | 2.9         | 5.4           | 0.9               |
| 63 977 600  | 弗雷迪·麦克        | 329.40   | 2 683.10  | 8.4             | 53.8       | 4.5         | 6.7           | 1.1               |
| 48 000 000  | 吉列公司          | 600.00   | 4 821.00  | 15.2            | 30.4       | 4.6         | 3.8           | 0.6               |
| 23 733 198  | 旅行者集团<br>公司   | 604.40   | 1 278.60  | 4.0             | 78.8       | 3.2         | 9.9           | 1.6               |
| 1 727 765   | 华盛顿邮报<br>公司   | 10.60    | 840.60    | 2.6             | 47.0       | 1.2         | 5.9           | 0.9               |
| 6 690 218   | 韦尔斯、法戈<br>公司  | 412.60   | 2 270.90  | 7.1             | 28.2       | 2.0         | 3.5           | 0.6               |
|             |               |          |           |                 |            |             |               | 28.0 <sup>①</sup> |
|             | 普通股总数         | 5 029.80 | 31 780.50 | 100.0           |            | 38.5        | 46.1          | 35.4              |

① 市场收益(S&P 500)占证券组合的 84%。

资料来源：Berkshire Hathaway 1997 Annual Report.

(标准普尔 500 指数的收益 33.35%)

## 附录B

为了建立假设的集中证券投资组合，我们跟踪了1 200家公司，从而得到了我们需要调查的公司经营收益与股价相关性的数据。我们浏览了计算机统计数据库，寻找所有具有分析每股收益与价格相关性价值的公司，整个期限为18年。我们使用年终价格和保守的每股收益并排除意外项目。然后，我们使用筛选出的1200家公司来计算在选定的时间段内每股收益的增长（每股收益曲线除以标准方差）及价格增长（使用几何平均数）。下一步我们将每股收益的增长及价格增长用Excel制表，画出两种变量的趋势与相关性曲线。表B-1~表B-5表现了5个不同时间段的相关性：3年、5年、7年、10年和18年。

例如，表B-1表现了3年期收益与价格的关系。如果我们将这1 200家公司在1978~1980年间的每股收益与同期的价格变化相比较，会发现二者间的相关性很弱为：0.275。这意味着价格变异的27%是由收益变异引起的。

1978~1995年的所有3年期持股中，我们看到每股收益与价格的相关性都不是很强，相关系数为0.131~0.360，但如果我们延长持股期又会怎样呢？

表B-2表现了5年期持股收益与价格的关系，相关系数增大为0.374~0.599。7年期持股（表B-3）相关性从0.473增加到0.670。10年期持股（表B-4）相关性为0.593~0.695。到了18年的持股期（表B-5），相关性

为0.688——这是一个很说明问题的关系了。

注意，在每张表上随着时间的推移相对的相关性都有所减弱。在表B-4中，每股收益与价格的相关性从1979~1988年的0.688降到1987~1996年的0.598。两个变量相关性的下降是由于低利率和低通胀对股价产生的影响。自1987年以来，利率和通胀率持续下降，这不仅对收益产生影响，而且引起股值大幅攀升。

表 B-1 3 年期数据

| 每股收益与价格     |             |       |             |
|-------------|-------------|-------|-------------|
| 每股收益        | 价格          | 公司数   | 相关性         |
| 1978 ~ 1980 | 1979 ~ 1981 | 1 200 | 0.275 877 2 |
| 1979 ~ 1981 | 1980 ~ 1982 | 1 200 | 0.262 982 9 |
| 1980 ~ 1982 | 1981 ~ 1983 | 1 200 | 0.256 829 4 |
| 1981 ~ 1983 | 1982 ~ 1984 | 1 200 | 0.279 702 5 |
| 1982 ~ 1984 | 1983 ~ 1985 | 1 200 | 0.352 904 8 |
| 1983 ~ 1985 | 1984 ~ 1986 | 1 200 | 0.341 848 7 |
| 1984 ~ 1986 | 1985 ~ 1987 | 1 200 | 0.346 062 0 |
| 1985 ~ 1987 | 1986 ~ 1988 | 1 200 | 0.290 688 8 |
| 1986 ~ 1988 | 1987 ~ 1989 | 1 200 | 0.231 267 0 |
| 1987 ~ 1989 | 1988 ~ 1990 | 1 200 | 0.360 674 8 |
| 1988 ~ 1990 | 1989 ~ 1991 | 1 200 | 0.169 446 8 |
| 1989 ~ 1991 | 1990 ~ 1992 | 1 200 | 0.131 529 5 |
| 1990 ~ 1992 | 1991 ~ 1993 | 1 200 | 0.157 797 3 |
| 1991 ~ 1993 | 1992 ~ 1994 | 1 200 | 0.147 986 5 |
| 1992 ~ 1994 | 1993 ~ 1995 | 1 200 | 0.250 998 0 |
| 1993 ~ 1995 | 1994 ~ 1996 | 1 200 | 0.263 438 8 |

表 B-2 5 年期数据

| 每股收益与价格     |             |       |              |
|-------------|-------------|-------|--------------|
| 每股收益        | 价格          | 公司数   | 相关性          |
| 1978 ~ 1982 | 1979 ~ 1983 | 1 200 | 0. 433 856 1 |
| 1979 ~ 1983 | 1980 ~ 1984 | 1 200 | 0. 541 774 8 |
| 1980 ~ 1984 | 1981 ~ 1985 | 1 200 | 0. 599 785 1 |
| 1981 ~ 1985 | 1982 ~ 1986 | 1 200 | 0. 570 443 8 |
| 1982 ~ 1986 | 1983 ~ 1987 | 1 200 | 0. 586 231 6 |
| 1983 ~ 1987 | 1984 ~ 1988 | 1 200 | 0. 568 384 1 |
| 1984 ~ 1988 | 1985 ~ 1989 | 1 200 | 0. 507 487 1 |
| 1985 ~ 1989 | 1986 ~ 1990 | 1 200 | 0. 497 315 8 |
| 1986 ~ 1990 | 1987 ~ 1991 | 1 200 | 0. 509 359 0 |
| 1987 ~ 1991 | 1988 ~ 1992 | 1 200 | 0. 546 795 2 |
| 1988 ~ 1992 | 1989 ~ 1993 | 1 200 | 0. 403 887 2 |
| 1989 ~ 1993 | 1990 ~ 1994 | 1 200 | 0. 386 160 4 |
| 1990 ~ 1994 | 1991 ~ 1995 | 1 200 | 0. 375 183 5 |
| 1991 ~ 1995 | 1992 ~ 1996 | 1 200 | 0. 374 785 3 |

表 B-3 7 年期数据

| 每股收益与价格     |             |       |              |
|-------------|-------------|-------|--------------|
| 每股收益        | 价格          | 公司数   | 相关性          |
| 1978 ~ 1984 | 1979 ~ 1985 | 1 200 | 0. 624 116 1 |
| 1979 ~ 1985 | 1980 ~ 1986 | 1 200 | 0. 670 590 1 |
| 1980 ~ 1986 | 1981 ~ 1987 | 1 200 | 0. 650 843 6 |
| 1981 ~ 1987 | 1982 ~ 1988 | 1 200 | 0. 602 655 8 |
| 1982 ~ 1988 | 1983 ~ 1989 | 1 200 | 0. 592 577 8 |
| 1983 ~ 1989 | 1984 ~ 1990 | 1 200 | 0. 598 844 1 |
| 1984 ~ 1990 | 1985 ~ 1991 | 1 200 | 0. 630 244 6 |
| 1985 ~ 1991 | 1986 ~ 1992 | 1 200 | 0. 603 508 4 |
| 1986 ~ 1992 | 1987 ~ 1993 | 1 200 | 0. 534 091 3 |
| 1987 ~ 1993 | 1988 ~ 1994 | 1 200 | 0. 558 314 3 |
| 1988 ~ 1994 | 1989 ~ 1995 | 1 200 | 0. 482 094 3 |
| 1989 ~ 1995 | 1990 ~ 1996 | 1 200 | 0. 473 750 7 |

表 B-4 10 年期数据

| 每股收益与价格     |             |       |              |
|-------------|-------------|-------|--------------|
| 每股收益        | 价格          | 公司数   | 相关性          |
| 1978 ~ 1987 | 1979 ~ 1988 | 1 200 | 0. 688 624 7 |
| 1979 ~ 1988 | 1980 ~ 1989 | 1 200 | 0. 695 480 8 |
| 1980 ~ 1989 | 1981 ~ 1990 | 1 200 | 0. 669 578 1 |
| 1981 ~ 1990 | 1982 ~ 1991 | 1 200 | 0. 674 307 8 |
| 1982 ~ 1991 | 1983 ~ 1992 | 1 200 | 0. 680 371 6 |
| 1983 ~ 1992 | 1984 ~ 1993 | 1 200 | 0. 622 940 6 |
| 1984 ~ 1993 | 1985 ~ 1994 | 1 200 | 0. 595 041 4 |
| 1985 ~ 1994 | 1986 ~ 1995 | 1 200 | 0. 593 891 1 |
| 1986 ~ 1995 | 1987 ~ 1996 | 1 200 | 0. 598 262 6 |

表 B-5 18 年期数据

| 每股收益与价格     |             |       |              |
|-------------|-------------|-------|--------------|
| 每股收益        | 价格          | 公司数   | 相关性          |
| 1978 ~ 1995 | 1979 ~ 1996 | 1 200 | 0. 688 975 2 |

## 译者后记

相信沃伦·巴菲特的大名对许多中国的股票投资者来说并不陌生，但是许多人对他的了解仅限于其杰出的投资业绩，对他过人的才智和人格魅力却知之甚少，至于他为什么会获得如此巨大的成功、他成功的秘诀在哪里，就更少有人知道了，而《巴菲特的投资组合》一书正是对上述问题的解答。

《巴菲特的投资组合》是一本务实的投资管理书，被《纽约时报》评为最佳畅销书。本书作者用浅显易懂的语言解释了巴菲特的投资策略。我衷心希望读者通过阅读此书不仅能开阔眼界，掌握投资的精髓，还可以亲身实践投资策略，使自己从中受益。

我在此书的翻译过程中，自始至终受到机械工业出版社华章公司经管出版中心的大力支持和帮助，同时，我得到我的同事对外经济贸易大学国际交流学院院长李平的推荐和帮助，在此我表示衷心的感谢。我的家人及好友王建伟、江晓对本书译稿的整理工作也做出了贡献，在此一并表示感谢。

书中的一切精彩论述均归功于作者本人，翻译中的疏忽和遗漏由我负责，望读者指教。

江春



于北京



《巴菲特致股东的信》编者对巴菲特理念的深入解读  
价值投资的经典著作

# 向格雷厄姆学思考 向巴菲特学投资

How to Think Like Benjamin Graham and  
Invest Like Warren Buffett

华章经典 · 金融投资

L a w r e n c e A . C u n n i n g h a m

〔美〕劳伦斯 A. 坎宁安 著  
阎佳 侯君 译

Lawrence A.  
Cunningham



机械工业出版社  
China Machine Press

华章经典·金融投资

## 向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资

How to Think like Benjamin Graham and Invest Like Warren Buffett

[美]坎宁安(Cunningham,L.A.) 著

闫佳 侯君 译

ISBN : 978-7-111-32872-8

本书纸版由机械工业出版社于2011年出版。电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.bbbvip.com 新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

# 目录

前言：Q文化

第一部分 两个市场的传说

第1章 市场先生的躁郁症

波动、泡沫和崩盘

异常现象

一大群猴子

第2章 服用百忧解的市场

缘起

简单性

完全竞争市场之梦

相关理论概况

第3章 混乱的市场

新浪潮

又一波新浪潮

复杂性

行为金融学

第4章 波动性的增强

信息波动性

交易波动性

交易者的波动性

病状预断

## 第5章 抓住20%

谁来负责

坚持到底

炼金术

长期

## 第二部分 给我看看钱在哪儿

## 第6章 苹果树和经验

愚人与智者

基本常识

## 第7章 你的能力范围

初始范围

能力范围的培养

全面的能力范围

做决策

## 第8章 辨识成功

企业燃料

显微镜下的管理者

少花钱多办事

完整的工具箱

## 第9章 该你做主

资产

收益

灵丹妙药和安全边际

现金

市场循环

## 第10章 摆弄数字

讽刺作品

财务谜语

小结

## 第三部分 信任经理人

### 第11章 放眼世界

两个世界的故事

义务的误读

世界大同

### 第12章 规则和信任

家族企业管理

局部治理

综合治理

会议上的发言权

### 第13章 工作中的董事

向CEO致敬

薪酬

交易

资金

审核

第14章 炉火边的CEO

大师级经理人

行动

初露锋芒

信任

结论：胜利的文化

致谢

## 前言：Q文化

常识是投资和企业管理的核心环节。然而，吊诡的是，“常识”又是那么难得。举例来说，人们常说某只股票或市场总体水平被“价值低估”了或被“价值高估”了。但这其实是一句空话。不管是单只股票，还是以市场指数形式表现的所有股票的总和，本身都是有内在价值的。这个内在价值，是指该个股或指数未来能产生的所有现金流折成的现值。

估计现金流的大小和现值是非常困难的，但这才是价值的定义所在，不管人们的希望和猜测是多少，它都是一样的。希望和猜测的结果——有时候是分析的产物，但大多数时候都不是——是股票的价格或市场的水平。故此，在涉及个股或市场指数的时候，更准确的说法应该是“定价过高”或“定价过低”，而不是“价值高估”或“价值低估”。

价格会极大地偏离潜在价值，这一看法属于常识，但它与普遍存在的认识有些矛盾。就以纳斯达克主要的市场指数“纳斯达克100”（Nasdaq 100：QQQ）做例子吧。美国证券交易委员会的营销天才们选择3个“Q”来代表它，因为“Q”本身是个很酷、品牌意味很强的字母。然而，“纳斯达克”本身有5个字母可选（N、A、S、D、Q），他们偏偏选中了代表“报价”（Quotation）的“Q”，不经意中反映出这个创立于1999年年中的典型新经济指数，具有一种受报价所驱使的文化。

在狂热的当代股市当中，股票的报价一直都是人们关注的焦点。因为



股票的买家和卖家对报价单背后的企业一点儿概念也没有，可它的价格却明明白白地摆在眼前。着迷于报价，使得人们放弃了分析，只看重周遭的态度；放弃了思考，只听命于本能，是以目光分外短浅。报价是短线炒家每日例行的功课，它塑造出一种赌场式的文化：人在无理性冲动的驱使下，光顾着赶紧行动，却忽视了有质量的思考。用"QQQ"来代表这个股市历史上最具波动性的市场指数，恰如其分。

在Q文化里，常识变成了“常见的荒唐认识”，价格成了万事万物的基础，企业价值靠边站了。Q交易者(Q trader)认为价格就是一切。明智的投资者懂得什么是价值。他首先看重价值，再将价值与价格相比较，看看投资是否有望带来良好的回报。这样的眼光，要求投资者成为企业分析师(business analyst)，而不是市场分析师、证券分析师，自然更不是Q交易者。

本书旨在灌输一套企业分析的心态，用以矫正Q文化。它探讨了各类选股工具，点明了斟酌市场、价格、企业和管理者时要考虑的关键领域。它树立了一座常识的框架，来填补当今市场存在巨大的价值虚空。

本书首先向读者解释，为什么像市场分析师那样操作，依仗市场来透露价值（其实市场只能揭示价格）的做法是错误的。接下来，它列举了思考绩效和价值的工具，同时提醒读者当心：受到扭曲的财务信息会给人造成误导。相应地，它认为理性投资的基本要素是评估企业管理层（尤其是首席执行官和董事们）可信度的常识能力。

企业分析投资法打破了Q文化主流投资思路造就的不少神话（当然，放眼历史，这些神话也并不仅限于Q文化）。举个例子，从企业分析的观点来看，区分所谓的“成长型投资”和“价值型投资”（或“成长型股票”与“价值型股票”）是错误的。诚然，有些企业收入增长势头可能比其他企业更好，但这种增长速度只不过是价值的一个构成要素，故此，上述源自20世纪70年代初、日后愈发成为惯例的区分是不具分析价值的。

另一方面，企业分析法强调了价值与投机（或赌博）的关键区别。所有的投资都有风险，从某种意义上来说，的确可以说有一定的投机成分在内。然而，明智的投资要求合理地确定价值，并将之与价格进行比较。

人们购买自己一无所知的新上市公司或互联网新企业的股票，或是买股票前不先读一下企业年报，不知道要从年报中寻找哪些信息，就是投机和赌博的典型例子。你当然听说过很多赌博成功的故事，但在它们背后，藏着更多失败的故事，只不过你不知道罢了。正如《华尔街日报》新近说的一句俏皮话：从没听说有哪个连襟会向你吹嘘他在股市里亏了多少钱的。

20世纪眼光最精准的投资思想家兼商学院教师，本杰明·格雷厄姆创造出了一位虚构的“市场先生”，用以强调要把企业分析当成重点，而不是市场分析。资本市场中价格与价值是相背离的，因为市场本身具有狂躁型抑郁症的特点，大多数时候不是过分乐观，就是过分悲观。而流行的看法认为市场能有效又准确地为证券定出价格，可惜这是一种错误认识。

等你知道身为企业分析师该怎么看待问题以后，接下来就是搞清楚到哪里去看。这里的核心要点是确立你的能力范围（circle of competence）。能力范围的概念由20世纪最成功的投资家兼商业教育家沃伦·巴菲特提出。它是根据你对公司产品和经营背景的理解力来定义的。不同的投资者有不同的能力范围。所有的投资者都必须解决以下挑战：利用当前和过去的信息预测企业将来的绩效。

对大多数人来说，对于那些已经成立了很长时间，经历了多轮商业周期循环、面对过经济衰退考验的企业，要做到这一点比较容易。在这类企业中，有不少历史悠久、堪称典范的例子——有着强有力全球化产品和市场地位的老牌公司，比如宝洁、通用电气、可口可乐和迪士尼公司。有些企业能长久健康地发展下去，另一些则会败给竞争者（正如通用电气打败了西屋电气，沃尔玛打败了西尔斯·罗巴克）。判断谁是赢家谁是输家的能力因人而异，因为每个人在评估这些公司时资质不同。要理解这些类型不同的企业，必须掌握不同的技能。

对那些经营时间并不太长的较新企业，投资者评估其将来绩效的能力也有高下之分。这类企业可称为“优质企业”，它们已经成立了一段时间，但其经营领域，属于一些高速发展的新兴动荡产业，思科、英特尔或微软即属此列。它们的历史较短，对很多人来说也更难于理解。但有些人能够很好地理解它们，也能够对其将来的发展潜力做出明智的判断。

和经典企业一样，优质企业里也同样有百战不倒的战士，有不幸掉了队的弱者。以个人电脑行业为例，1990~1999年间，新创企业戴尔建立了

一套超赚钱的电脑直销模式，销售量和利润都涨势惊人，康柏紧随其后，也干得不错，Tandy和苹果落在后面。而同期还有更多蹒跚难行的弱者饱受业务衰退之痛，如AST、Digital、Atari、Tulip、Commodore和Kaypro等。

第三类公司叫“新丁”——企业是全新成立的，甚至从事的产业也是全新的，全无历史背景可跟踪。这些企业走在时代前沿，就类似早前的钢铁产业、汽车产业、稍后的塑料产业，还有世纪之交的互联网产业。此类企业里除了最早采取动作的闯将（比如20世纪90年代互联网行业里的“雅虎”和“美国在线”），其他的根本没有值得一谈的经济经历。

即便如此，仍有一些投资者利用现有工具，对这些新丁的前景做出了明智的预测。2000年，时代-华纳公司和美国在线联姻，前者的高层管理者自信满满地认为自己有这个能力。他们的判断是否成立，尚有待时间检验。但毫无疑问，有些公司只会昙花一现，另一些则能后来居上，跻身优质战士的行列，最终升华成老而弥坚的经典。说到底，每一家公司都是从小新丁干起的。

故此，能力范围的核心特点在于它必须根据不同的人量体裁衣。这并不意味着明智的投资者就要避开那些难于理解或飞速变化的企业。恰恰相反，倘若投资者具备相应的能力，下苦功夫去理解别人眼里难于理解的东西，比别人更准确地判断一家企业及其所属行业的发展，显然就具备了决定性的优势。即便如此，每个投资者仍然需要一步一步地搞清楚自己的能力范围是什么，哪些东西不在自己的能力范围之内，如此方能做出明智投

资所要求的准确判断。

接下来要弄明白，在能力范围内，你要寻找的是什么。主要的问题在于，你对一家企业长期经济特点的评估准确度有多高。判断“新丁”企业，强烈的自信是必需的，优质企业次之，经典企业最少。但不管是对哪类企业，评估它们的长期业绩特征都至为关键。

债务到期时，企业还清债务的可能性有多大？

管理层将这家企业经营得好不好？

企业的价值是多少？

只要对若干关键的财务比率有着基本的熟悉度，就能以足够的自信精确解答上述问题。这些财务比率是与运营资本和负债、库存管理及其他短期资本、权益回报率，以及未来利润前景等相关的。

正如每个投资者的能力范围互不相同，不同的人对这些财务特点的评估也是不一样的。归根结底，企业的价值是它在未来为所有者创造的所有现金的现值。既然没有谁能准确地预料未来，要想得出上述数字，就必须掌握合适的工具集，并有着良好的判断力。

凭借这些工具，并在你能力范围内进行选择，你能够判断出进行价值评估需要多少证据，以及需要哪一类证据。但由于没有哪一种单一的工具能准确判断企业价值，明智的投资者必须观察格雷厄姆和巴菲特的谨慎投资关键原则：在你付出的价格和获得的价值之间找出一个安全的边际。

在尝试解答所有这些问题的时候，你必须带着审慎的怀疑态度来看待财务报表里的数字。财会惯例和判断有可能歪曲企业的现实情况。举例来说，与库存和应收账款相关的会计准则会歪曲运营资本的数据。一些过时或非竞争性固定资产，其实际残余价值恐怕比报告里的数字要低。

另一方面，有些资产的价值，在资产负债表里可能会被低估（比如天然气公司的储备量和土地价值）。此外，与环境问题、员工退休后健康福利、管理层股票期权等相关的表外负债项目，也应当纳入财报数字的调整范畴。你不必知道每一个细节，但一定程度的理解是必需的，只要稍做努力，培养出企业分析的思维方式，自然就具备了这种理解能力。

在对企业长期特征做评估的时候，准确性的问题还与以下这一点挂钩：说到将企业利润回馈给股东，你对管理层这么做有多大的把握？诚然，不管评估什么投资，最重要的影响因素仍然是蓬勃向上的整体经济态势。尽管一流的管理层也很难抵挡恶劣的经济环境，可糟糕的管理层必定会伤害良好的企业（不过，糟糕的管理层想要破坏一家杰出的企业，就有点难度了）。

管理层的实际情况，加上市场机能不健全、财务数字不可靠，这三者要求投资者还需看重企业分析的定性维度。这里面最重要的，是那些能反映企业有着以所有者为导向的性质。

以所有者为导向，并不是要求企业管理者像法律那样遵守它，或是当成惯例来实践它。具备所有者导向，也不光靠制定某些企业规章制度，比

如拥有大量的外部董事，把CEO和董事长的职能分开。故此，对管理者的关注，就是对其信赖度的关注。

估计企业管理者的可信赖度，和评估未来女婿的可信赖度差不多。它是一种常识——当然，这又是一种稀罕但能掌握的思维方式。说到企业管理者，洞悉其可信赖度的渠道，包括企业的过往记录，以及其跟股东沟通的素质——尤其是CEO每年写给股东的公开信。本书最后一章列举了运用这门艺术的一些例子，如杰克·韦尔奇（通用电气前CEO）、迈克尔·艾斯纳（迪士尼前CEO）和已故的罗伯特·戈伊苏埃塔（可口可乐公司前CEO）。

俗话说的“注意你的P和Q”<sup>[1]</sup>并不是指“价格”(price)和“报价”(quote)，而是指常识。在投资领域，这意味着掌握基本的财务、会计和管理情况，观察以下现象的发生：

有效市场理论在4/5的时候都是成立的，投资者可以利用剩下1/5的机会。

财务分析的传统工具仍然是投资者最好的朋友，但盈余管理和会计操纵是投资者最可怕的敌人。

明智的投资者尤其看重管理者是什么人、他们是否值得信赖。

注意P和Q，并不需要做海量的工作，但它的确要求具备大量的常识，来抵挡“Q”狂热。

常识这服解药，能带你进入更安全、更成功的“V文化”世界。V文化的

创业祖师格雷厄姆，本身就是个成功的实践者。格雷厄姆最杰出的学生和实践者沃伦·巴菲特，同样是位导师。所有的好学生都会听从老师的指导，并在应用中将之发扬光大。巴菲特并不例外，格雷厄姆其他的门徒同样如此，他们汲取祖师的核心教诲，并将之成功地扩展到多个领域。

当然这里也存在一些值得说一下的微妙区别。巴菲特不打折扣地保留了格雷厄姆企业分析思维方式的核心概念，关注价格和价值之间的区别，坚持在投资时保留充分的安全边际。但在实际应用中两人有一些细微的区别，基本上仅限于下面几点：巴菲特在投资中更加关注管理者的重要性，对格雷厄姆钟爱的购买便宜货的做法不太热衷；他比格雷厄姆更看重无形资产的价值。但这些区别并未掩盖两人的共同点，而是反映了两人在深层次上恪守的一致原则：投资中独立判断的重要性。

格雷厄姆其他的门徒选择了其他不同的方式来应用其主要概念——有的人尽量多元化地分散投资，另一些人则强调集中化，也有人更多地关注企业内在本质，还有一些人对此关注得较少。本书不揣冒昧，对格雷厄姆提出的概念以及巴菲特对其的进一步扩展和应用做了阐释。它具体针对当今投资环境做了深入说明。当今的投资环境，格雷厄姆并不熟悉，而巴菲特又只能在每年相对公式化的股东公开信里有限度地涉及。

不管在什么时代，企业分析思维方式的基础，都是价格和价值区分，以及安全边际原则，它们是V文化的牢固锚点。我很荣幸能为它鼓与呼，但真正的大师永远是格雷厄姆和巴菲特。



## 前言：Q文化

[1] Minding your Ps and Qs，意为谨言慎行。这个说法有一种来历，小学生刚学写字时容易分不清小写的‘p’和‘q’，因为这两个字母不但顺序相邻，而且拼写相似，所以老师会用这句话来提醒大家。——译者注

# 第一部分 两个市场的传说

## 第1章 市场先生的躁郁症

有这样一位病人，他患有典型的躁郁症（也叫双相情感障碍），喜怒无常。他会连续疯狂地花上好几个月的钱，买他根本不需要的东西。在心情愉快的时候，他话多健谈，充满创意，但颠三倒四、前言不搭后语。他能凭借魅力叫你买下布鲁克林大桥。可突然之间，他的情绪立刻变了，进入了长达数月之久的黑暗抑郁状态，最微不足道的麻烦事儿——比如小小的坏消息，不尽如人意的结果——都能让他勃然大怒。

根据专家们的观察，这种病情或许是遗传而来，由天生的化学物质引起。此类化学物质影响心情、食欲，造成痛苦的感觉，反过来，这又令他体重忽上忽下。病人有可依靠的安全网，如政府的支持，以及类似情绪稳定剂等政府认可的治疗方式。但他对自己的病一味否认，愤怒又多疑，有时还不吃药，结果导致心情出现更猛烈的高低起伏。

显然，我说的这个“病人”就是股市。它忽而陷入无理性的恐惧，忽而又呈现无理性的贪婪。它兴起时，引得大量的资金注入；它萧条时，这些资金又果断撤出。它像马戏团里踩弹簧高跷的小丑一样高高跃起，编造着不费力气就挣大钱的狂野神话。紧接着，它就变脸了，大多数时候，只要听到这家或那家公司每股仅差了几分钱没达到盈利预期，它会像铅锤一样

直线下降，纠正之前的错误。

对市场行为有着准确认识的思考者认为这是不治之症，市场总是倾向于大发一笔，接着大亏一笔，这跟企业或经济的实际情况毫无关联。不过，像证券交易委员会这类政府机构，以及像纽约证券交易所这类私立组织，碰到股市有可能出现阵发性不景气（廉价抛售）时，会启用“断路器”关闭股市，或提高保证金账户的要求，尤其是对短线炒家。

但目前而言，并没有什么根治方法。按格雷厄姆的说法，市场先生拒不承认自己患了躁郁症。相反，有无数的研究吹捧它是多么的“理性”。数不清的谈话和出版物说它“高效”。此外还有车载斗量的“测试版图书”正在编撰，认为它的波动简单而准确地向投资者说明了股票的风险。此外还有人推销简短扼要的多元化投资组合，说什么面对这一“高效体制”表现出来的“理性风险”，它能将之减少到最低程度。如果拒不承认“病人”有病，自然也没办法治疗了。

让我们把格雷厄姆对市场先生的诊断说得更深入些。有一种名为“立克次氏体”<sup>[1]</sup>的有害微生物，能引起诸如“斑疹伤寒”等疾病。“斑疹伤寒症”(typhus)这个词来自希腊语"stupor"，指的是一种意识混乱的麻木状态。斑疹伤寒症以阵发性抑郁和精神亢奋为特点。它通过吸血寄生的蜱虫传播。这种寄生虫还会传播一种名叫“Q热”的类似疾病。

为了避免Q热，到有蜱虫出没的森林探险，可要做好准备。少不得戴上帽子、手套，穿长袖衬衫和长裤。要是被咬了，谨慎的森林居民会用镊

子取出寄生虫，用酒精、冰块和炉甘石洗剂冲洗创口。这些人能存活下来，享受森林的美妙光景。

只有傻瓜才会光着膀子钻进满是蜱虫的树林，把皮肤，甚至脑袋暴露在外面。等他们发现被虫子咬了，便会在恐惧的驱使下做出不合理的行动，比如把蜱虫烧掉，而不是将它们从肉里挤出来。冒失的探险者们继续兴高采烈地在森林里探险，浑然不知自己感染了Q热——直到间歇性地爆发抑郁和狂躁。

在股市丛林，报价蜱虫也会以相同的方式感染毫无准备的傻瓜。迷恋报价的交易者散播着Q热疫情，给市场先生的躁郁症火上浇油。

闯入股市冒险，要像到森林徒步一样保护好自己：全副武装地跟传染Q热、吞噬财富的价格蜱虫做斗争。格雷厄姆和巴菲特都描述了跟市场先生打交道的相同方法。他们指出，不承认它的症状、不诊断它的病情，是愚蠢的行为；不加防护就跑进去折腾，让自己置身于感染源之下，也同样愚蠢。要反过来，让市场先生为我所用。

不管是格雷厄姆的市场先生还是上述Q热的比喻，都不涉及市场参与者的心理状态。独立行事的理性人照样会带来非理性的市场结果。许多投资者只是遵循专家或大多数意见罢了。随大流似乎够理性、够明智——直到人群径直跌下悬崖。

## 波动、泡沫和崩盘

价格爬虫带来的反复无常，让当今股市饱受病痛之苦。动量交易者和不停更换投资领域的炒家，既是Q热的受害者，也是传播源。按小弗雷德·施韦德（Fred Schwed）在经典作品《客户的游艇在哪里》<sup>[2]</sup>里的讽刺说法（他说的是人总有一种幻觉，认为能找到可以预测的模式），等人群开始遵循“不可磨灭的明显趋势”，Q热就变成流行病了。

较之过去几十年，如今投机肆虐，价格大幅波动的速度成倍增加。市场波动与真假可用信息成比例增加。上涨之前入手，下跌之前出手，这成了短线炒家的口头禅，它不仅揭示了市场先生的存在，还揭示了它有成千上万的共谋者撑腰。

贯穿有组织市场交易的历史，股票价格水平像过山车一样暴涨暴跌的例子多不胜数。这些暴涨暴跌，亦带动重要的指数上下起伏。20世纪90年代末到21世纪初冒出了一条完全不同的轨迹：道琼斯指数里的顶尖产业公司走一条路，纳斯达克指数里高科技或新兴企业走另一条路。

泡沫新经济的信徒哄抬新股和科技股（较之这些公司可怜巴巴甚至是负收益，其股票价格高到了离谱的水平），远离持续产生稳定收益的乏味旧经济股票。等这一波热潮退却，道琼斯指数飙升，纳斯达克狂跌。可紧接着，一个渐渐恢复元气，另一个又跌个不停。面对如此疯狂的世界，只有一个合适的形容词：乱七八糟。

然而，任何想为上述颠三倒四的模式找点什么深层逻辑的人，看看2000年4月14日那天的情况就可以省省力了。那天，两大指数都猛烈跳水，

道指跌了6%，纳指跌了10%。接下来的一个交易日，它们双双反弹，道指攀升了3%，纳指回调6.6%（再之后的一天，又来了一轮猛涨，前者涨了将近2%，后者涨幅超过7%）。

没有什么深层的逻辑能解释这样的紊乱或价格偏差，你真正能够断言的是：这就是市场先生寻常（或不寻常）的样子。这些数据有多么靠不住，还可以来看看2000年第一季度，纳指连续4次跌了10%以上，此后又回回反弹。光是2000年4月，它就经历了有史以来两次幅度最大的猛涨，之后又是三次幅度最大的跳水。20世纪90年代末和21世纪初，道指猛跌也是同样的稀松平常事，跌幅超过3%的次数可见表1-1。

| 表 1-1 道指猛跌       |           |         |       |
|------------------|-----------|---------|-------|
| 日期               | 收盘价       | 下跌点数    | 跌幅（%） |
| 1997 年 10 月 27 日 | 7 161.15  | -554.26 | -7.18 |
| 1998 年 8 月 4 日   | 8 487.31  | -299.43 | -3.41 |
| 1998 年 8 月 27 日  | 8 165.99  | -357.36 | -4.19 |
| 1998 年 8 月 31 日  | 7 539.07  | -512.61 | -6.37 |
| 2000 年 1 月 4 日   | 10 997.93 | -359.58 | -3.17 |
| 2000 年 3 月 7 日   | 9 796.03  | -374.47 | -3.68 |

1998年8月，道指跌得尤其惨痛：该年度的道指收益就在这一轮猛跌里烟消云散了。2000年3月的猛跌也同样惨烈：把道指一举打回了一年前的水平。

如果你喜欢把焦点放在市场先生的狂喜症上，那不妨来看看20世纪90年代末和21世纪初道指猛涨3%的次数（见表1-2）。

表 1-2 道指猛涨

| 日期               | 收盘价       | 上涨点数   | 涨幅（%） |
|------------------|-----------|--------|-------|
| 1997 年 9 月 2 日   | 7 879.78  | 257.36 | 3.38  |
| 1997 年 10 月 28 日 | 7 498.32  | 337.17 | 4.71  |
| 1998 年 9 月 1 日   | 7 827.43  | 288.36 | 3.82  |
| 1998 年 9 月 8 日   | 8 020.78  | 380.53 | 4.98  |
| 1998 年 9 月 23 日  | 8 154.41  | 257.21 | 3.26  |
| 1998 年 10 月 15 日 | 8 299.36  | 330.58 | 4.15  |
| 2000 年 3 月 15 日  | 10 131.41 | 320.17 | 3.26  |
| 2000 年 3 月 16 日  | 10 630.60 | 499.19 | 4.93  |

涨跌幅度这么大也就算了，再来看看上述道指涨跌所间隔的时间。上述图表展示了前脚跟后脚的两次大逆转：1997年10月27日，道指狂跌7.18%，次日就猛涨了4.71%；1998年8月31日，狂跌6.37%，次日又猛涨3.82%。1998年8月出现3轮狂跌，紧接着，9月就来了3轮猛涨；2000年3月7日猛跌过后，同年3月15日、16日又出现两次猛涨。说这种连续的猛涨猛跌是投资者根据企业基本信息的变化所采取的理性而有效的行动，实在很难叫人相信吧。

除了20世纪90年代末和21世纪初道指和纳指的狂涨猛跌，不妨再回想一下市场先生在华尔街上最为戏剧性的一次表演：1987年的大崩盘。道指在一天之内就蒸发了22.6%，一个月内下跌了33%。1987年的崩盘并不仅限于道琼斯指数里的30只普通股，而是世界性的大跌。纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所，全都没有逃过这一劫。

如果股票的市场价格真的遵从日益流行的“有效市场”理论（efficient market theory, EMT），准确地反映了企业价值的信息，那么，就需要有与本次大跌相对应的企业价值发生重大变化的信息出现。许多人想用1987年10月中旬出现的一系列事件的理性反应来解释这一现象，这些事件包括：

1987年9月4日，美国联邦储备委员会提高了贴现率。

1987年10月13日，众议院筹款委员会投票通过所得税立法，不再对企业融资债务减免利息。

1987年10月18日，财政部长詹姆斯·贝克（James Baker）公开表示有意将美元贬值。

按历史标准来看，市场价格已经很高了。

一些专家把1987年的崩盘归咎于各种制度因素，包括程序控盘（program trading）和资产组合保险。这两种操作都会在价格下跌时，对大规模投资者的投资组合进行大量抛售。价格一下跌，上述程序抛售会把价格拉得更低。其他专家则把矛头对准了衍生证券等外来金融工具，它们的价值随利息和汇率等基准值的变化而波动。这些衍生工具大多是为了这类基准的风险和波动性而设计的，可一旦设计不当，就会加剧股票市场的价格波动。

但考虑到这次崩盘的全球性质，崩盘程度又是这么深，几乎没有谁能接受上述解释。大多数人也同意，其他时期发生的几轮股票价格剧烈变化，也很难找到合理的解释。1929年的崩盘，1989年的股灾，以及20世纪90年代和世纪之交时候的一般性波动，都是这样。市场的狂乱，是无法用有效市场理论来解释的，它是一系列复杂因素的产物，外加企业价值等基本信息的实际变化所致。



放眼金融史，此类市场狂乱并非孤立存在，自然也不是什么稀罕情形。恰恰相反，市场泡沫——也即价格高于价值——出现得十分频繁。1959~1961年就出现过技术股泡沫；20世纪60年代末70年代初，所谓的“漂亮50”<sup>[3]</sup>股票出现过一波泡沫；1978年有过赌博性股市泡沫；20世纪70年代末石油和能源股出现过泡沫；1986~1987年风行的家庭购物泡沫；20世纪90年代初的生物技术泡沫（2000年初又风云再起）。所有这些泡沫，都跟20世纪90年代末和21世纪初的互联网泡沫如出一辙。

2000年年初，互联网部门的市场资本总额是1万亿美元，销售额为3000亿美元，亏损额为30亿美元<sup>5</sup>。1999年，数十只网络概念股首次公开发行，好些都属于赚钱企业不可能超过三五家的同种行业。比方说，这些首次公开发行的网络股里有17家跟医疗保健相关的公司，7家C2C电子商务公司，6家音乐发行公司，5家招聘猎头公司，3家旅行社。听起来简直像是购物狂欢、商机不断的“圣诞节前12天”。

对技术创新的狂热驱使这些资金入市，从前的多轮市场泡沫里也存在同样的狂热。20世纪60年代的技术股泡沫源自彩色电视机和商用喷气式飞机的创新。它带动电气企业，以及凡是名字以“tron”或“onics”<sup>①</sup><sup>[4]</sup>结尾的企业IPO热潮，跟1999年的“.com”热潮完全一样。<sup>6</sup>在高价股票的推动下，这两个时期都涌动起了收购狂潮，许多企业帝国都是这么产生的。所有人都在谈论“全新的历史阶段”：20世纪60年代的那一次叫“新范式”；20世纪90年代末、21世纪初的那一次叫“新经济”。不过，正如沃伦·巴菲特援引经济学家赫布·斯坦（Herb Stein）的说法：“倘若一样东西不能持久，那就会终

结。”

互联网泡沫可能不会像20世纪60年代的电子泡沫一样戛然而止。相反，它恐怕会走20世纪80年代日本股市泡沫的那条路。贯穿20世纪90年代，日经指数的平均股价呈整体性逐渐萎缩，终于把泡沫挤了出去。两个时期存在一个共同点，一般来说，也是投机性泡沫最显著的一个特点：防御高价的新途径出现了。

20世纪80年代的日本，股价的助推剂不是企业的收益或现金流，而是企业拥有的潜在资产的价值，那时候房地产投机正热火朝天，这类资产的价值也飞速上涨。我们很快就会看到，世纪之交的美国，同样盛行此类点石成金的瘟疫。

这些例子只不过表明，美国股市里存在着情绪性驱动力，凡是人造就出来的市场都免不了会有这种情绪性驱动力。你不光可以在20世纪80年代的日本看到它的身影，也可以在一些躁郁症的经典案例里把它找出来：1630年前后的荷兰郁金香狂热，1720年前的英国南海泡沫，全都如此。在所有的这些案例中，最初购买的原因都可能站得住脚。荷兰郁金香价值很高，因为这种荷兰新花卉成了地位的象征。英国的南海公司得到了与西班牙进行垄断贸易的王室特许权，所以股票价值高。

但到这些交易里“插上一脚”的兴奋感失控了，越来越多的钱跑去抢购郁金香的期货合约，抢购南海公司的股票，投入的资金越多，就有越多的资金仿效——直到音乐骤停，恐慌降临。在荷兰，郁金香期货的价格高得连

投机者都拿不出兑现采购权的钱来。在英国，南海公司没有从跟西班牙的贸易里赚到人人都渴望的庞大利润。

如果有效市场理论真的成立，那么，美国股市就成了全世界范围内，以及整个人类历史上最独一无二的市场。让我们来看看市场评论家德拉维加（Joseph de la Vega）在17世纪末对当时的阿姆斯特丹证券交易所说的一番话。这段文字采用了一名商人和一名投资者的对话形式：

商人：这些证券交易所的人很蠢，情绪不稳定、精神失常，骄傲又愚昧。他们买入的时候不需要动机；卖出的时候也没什么理由。投资者：他们很聪明呀。每当碰到有下跌趋势时股票却涨了，或大好的涨势里股票却跌了，他们可会编理由了。尤其值得一提的是，在这个赌博地狱里，有两种投机客。第一种人是牛市论者。第二种人是熊市论者。牛市论者类似什么也不怕的长颈鹿。他们热爱一切，赞美一切，夸大一切。不管是火灾还是意外事故带来的混乱，他们都不以为然。反过来说，熊市论者则完全受恐惧、惊惶和紧张的控制。在他们口里，兔子给说成是大象，酒馆里发生的吵闹变成了叛乱，微弱的阴影似乎是混乱的象征。价格下跌不需要有个尽头，上涨的可能性也没有限制。故此，别让高得过分的价格吓着你。

听起来挺耳熟？要不是出于傲慢和放肆的缘故，我们为什么应该相信美国股市在世界历史上是个独一无二的存在呢？

## 异常现象

除了波动、泡沫和崩盘，市场有效理论也无法解释市场价格如何运作的其他很多事情。大量无法解释的市场现象对市场有效理论提出了有力的驳斥证据，包括以下这些：

1月效应（价格在1月往往会上涨）。

内幕效应（知情人士向证券和交易委员会披露购入消息后，相关股票的价格往往会上涨；而内幕人士披露的是卖出消息，则股票价格往往下跌）。

价值线效应（《价值线投资调查》上得分高的股票，其股价会高于市场平均水平）。

分析师效应（公司的股票，若跟踪的分析师较少，则其价格较高；跟踪的分析师较多，则价格往往较低）。

月度效应（月初和月底时股票价格大多会上涨）。

周末效应（股票价格往往在星期一较高，在星期五较低）。

还有一些更加奇特的相关性，包括裙边离地指标（若某一时期流行的裙子平均长度短，则股价上涨；裙子的平均长度加长，则股价下跌），超级杯效应（倘若超级杯的获胜队伍本来就是全美橄榄球大联盟的成员队，则赛后股价趋于上涨；若不是，则股价趋于下降）。

支持市场有效理论的人把这样那样一些有违市场效率说的现象称为“异

常”。有些异常现象会随着时间的流逝而消失。20世纪80年代中期开始，1月效应就渐渐消失了。这个时候，市场有效理论的支持者们兴高采烈，把它看成是市场有效的证据。然而，倘若你注意到这些逐渐消失的异常现象能存在好几十年（1月效应就存在了70年），你会觉得这样的证据也真够奇怪的。

更怪异的是，不少杰出的选股人利用这些异常现象创造出了惊人的投资纪录。这样的人相当之多，而且还越来越多。格雷厄姆、沃伦·巴菲特、伯克希尔·哈撒韦公司副主席查理·芒格、约翰·梅纳德·凯恩斯、伯纳德·巴鲁克、杰拉尔德·勒布、先锋温莎基金（Vanguard Windsor Fund）的约翰·聂夫、马里奥·加贝利、大卫·谢弗、红杉基金的威廉·鲁恩和理查德·库尼夫、Tweedy Browne环球价值基金的汤姆·科拿普、约翰·邓普顿、长叶松基金的梅森·霍金斯，等等。

## 一大群猴子

有没有这样的可能呢——就像有效市场理论的信徒们说的，所有这些都是反常现象，这些家伙们只是运气太好罢了？他们就像那只虚构出来的猴子一样，随机敲打键盘，就写出了整部《哈姆雷特》的剧本——这可信吗？就算你觉得有这样的可能，那么，你再来解释看看：这只虚构的猴子居然还接二连三地敲出正确的字句，打出了《罗密欧与朱丽叶》、《麦克白》、《李尔王》、《亨利四世》，以及莎士比亚几乎所有的经典剧本。哪怕理论上的确存在这样的可能性，这么一只著作等身的猴子（或者一群

猴子)也实在太叫人觉得不可思议了。

“猴子说”承认，就跟生活的其他方面一样，幸运在投资中扮演了重要的角色。这套“猴子观”的主要倡导者是普林斯顿的教授伯顿·马尔基尔，他在《漫步华尔街》<sup>[5]</sup>一书里借用投硬币比赛的说法对此做了解释。

一开始，有1 000个人在投硬币，投出正面者获胜，进入下一轮。按照概率，平均会有500人投出正面，500人投出背面。500个投出正面的人继续进行第二轮，还是根据概率，有一半的人会投出正面，一半的人投出背面。250个投出正面的幸运儿进入第三轮，得出获胜者125名；63人在第四轮中获胜；31人赢了第五轮；16人赢了第六轮；8人赢了决赛，成为“投硬币”专家。

然而，光用运气解释投资成功，这样的解释还不够完整。首先，投资跟投硬币不一样——当然，投机和赌博跟投硬币有些相像的地方。了不起的投资者会先做些功课，设计出一套投资戒律，用以指导自己选择投资项目。他们不是靠投硬币来选择这些项目的。他们显然不会把IBM和高乐氏(Clorox)公司的商标贴在硬币的两面，然后看哪个商标在上，就选择哪一家公司。

其次，为了敲出莎翁全集，那只幸运的猴子得连续几十年天天敲打键盘，就跟短线炒家要每天点击鼠标，一连点上个几十年一样。但卓越的投资者并不采用短线交易策略，而是恰恰相反。

比方说，巴菲特选择的十来种投资项目，在40年的时间里为伯克希尔·

哈撒韦公司创造了数十亿美元的利润。这几十亿美元好些都是这么赚来的：趁着大公司的价值遭到市场的严重低估，大批量买进。

举个例子，1973年中期，伯克希尔·哈撒韦公司购买了华盛顿邮报公司的股票。当时，邮报的股价猛跌不止，这不光是因为它调查报道了水门事件，尼克松政府对它大加责难，还因为此刻正是第二次世界大战后美国历史上少有的几次股票市场萧条期。巴菲特的买入价是多少？大约是华盛顿邮报本身价值的1/5，安全边际率高达80%。在短线炒家的投资组合里，运气扮演着重要角色；而在伯克希尔·哈撒韦公司的投资项目上，原则更为重要。

凡是要付出辛苦努力才实现的人类活动，运气都是它成功的一部分原因，但光有运气还不够。成功逮到蝴蝶的人，不光是因为运气好，也是因为他们能够熟练运用捕蝶网。格雷厄姆对好运和努力之间的关系做了一番准确的概括：“一次好运气，或是一次极为精明的选择，我们真能分清它们吗？这可能需要穷极一个人毕生的精力才能找到答案。但是在运气或重要决定的背后总是有着精心的准备与严格的自律。”

不管你把他们叫成是价值投资者、成长型投资者、基本面投资者、机会型投资者，还是别的什么东西，构成这一大群猴子的所有超级投资者都具备一个共同的特点：把常识看成是原则。诚然，凯恩斯和勒布都是“轻佻”投资派，采用机会主义的策略，旨在快速出手，利用受恐惧与贪婪交替驱使的市场循环周期。他们的短期行为跟格雷厄姆与巴菲特的“价值”投资派形成了截然不同的对比，然而，这两派人都意识到了市场先生躁郁症发

作、心绪好坏交替所导致的价格与价值脱节。

所有这些一流投资家——还有其他许多人，如杰克·博格、菲尔·凯睿、菲尔·费雪、彼得·林奇、“普莱斯兄弟”（迈克尔·洛维和T.洛维）和乔治·索罗斯——都是靠运用常识成功的。他们采用什么“体系”或“公式”，他们头上贴的是什么“标签”，全都不重要，关键在于他们分析的质量、独立的思考和判断。

最优秀的投资者采用的思维方式只需考虑几件事情，但这几件事一件也不能少。每一位非凡的投资者都遵守格雷厄姆的首要原则：市场不能给一只股票的商业价值定出准确的价格。沃伦·巴菲特对这一认识做了进一步的发挥：只购买价值被市场低估的股票。格雷厄姆、巴菲特这两位投资巨头，还有菲尔·凯睿都强调避免不良交易（也即市场上价格被高估的股票）的重要性。

这些投资家，还有其他顶尖高手，如巴菲特的合伙人查理·芒格，全都清醒地意识到：对任何一个人而言，可供选择的投资项目成千上万。要从中间挑出一个来，要求你有一种强大的信念，觉得市场总会给你一个比其他交易都更合适的最佳选项。机会确实会送上门来，要检测它到底是不是机会，不妨采用勒布的做法：对于你所斟酌的股票，想一想要是你把自己掌握的大部分资源都投入其中，是否会觉得安全、放心。

巴菲特和包括彼得·林奇在内的其他优秀投资家都懂得，明智的评估取决于你对企业的理解能力。这样一来，你应该基本明白所有顶尖投资家都



看重的测量点了，比如公司的竞争实力、品牌力量、开发盈利新产品的能力等。

这些投资巨头（而非碰运气的猴子）并不在乎自己的投资是否过分集中在了几家企业上。例如约翰·聂夫，从1964年到1995年，他一直是温莎基金的投资组合经理，他每年的收益率都比市场平均水平稳稳地高出3%左右，有时候，他会把相当于基金总值的40%分配到同一个行业当中。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦投资公司涉足的领域相当多元化，但这种多元化是它掌握的资本发展极其迅猛所带来的偶然副产品，并非它有意要打入大量不同的行业或部门。

这些杰出的投资家还把对市场和企业的常识性理解扩大到了对企业基本面的分析上。在这些基本因素里，最主要的是一些经济特征，比如强劲的财务状况，收益的稳定性和增长性，较高的销售额和利润率，企业内部能产生大量现金支持发展，而非持续依赖外部融资渠道。这些投资家还很注意管理层的素质和诚信，他们要找的是能一贯充分发挥业务潜力、能明智地分配资本、能将经营成果分享给股东的公司。他们尤其看重的是持有自己公司大量股票、可以迅速适应商业动荡环境的优秀管理者。他们还相信，管理层的深度和诚信度也包括维持良好的劳资关系、鼓励创业家精神。

对冲基金大师索罗斯曾经概括道：“普遍看法是，市场永远是对的；我则假设它永远是错的。”时下盛行的有效市场理论是看待市场的一种方式。根据这种观点，价格的变化几乎全都是因为基本价值发生了变化。故此，

挑选定价行为不同于整体市场的多元化股票是最有道理的。另一种相反的观点则说，价格变化并不是股票基本面上的原因所致。正确的目标应该是找出那些股票价格低于商业价值的公司。这种观点要求从单个的企业上着眼，而不是看市场整体。

接下来的两章阐释了这两种不同的市场观各自的立论基础。第2章是有效市场理论的形成历史。第3章以证据说明有效市场理论的矛盾之处。如果你已经是有效市场理论的怀疑者，可以跳过这两章（不过，这部分内容里也有一些论述这两种观点各自长处的宝贵见解）。如果你支持有效市场理论，不妨读一读，说不定，你的想法会因此改变。

第4章则对当前环境做了评估，看是有效市场理论还是后一种“混沌”市场理论更准确地描述了我们前进的方向。它发现，我们正朝着效率更低（而非更高）的市场走去。本书的其余部分采用了投资大师们股市并非完全有效的观点，并为你利用这种无效率提供了所需的工具。

[1] 根据发现者理查德·立克次医生（Dr.Howard T.Ricketts，1871-1910）命名。

[2] 本书主要介绍华尔街金融机构的狡黠和贪婪，以及投资者如何进行自我保护，其中文版已由机械工业出版社出版。

[3] Nifty Fifty，指当时在纽约证券交易所交易的50只备受追捧的大盘股。  
——译者注

[4] 这两个词尾，均和电气行业相关。——译者注

[5] 本书将投资理论与实践完美结合，从基本面分析和技术分析，阐述历史

上著名的投资泡沫和投机狂潮，其中文版已由机械工业出版社出版。

## 第2章 服用百忧解的市场

在愈发流行的有效市场理论背后，藏着一段长长的有趣故事。这段故事，每个投资者都应该有所了解。了解有效市场理论的故事，能让你评估建立在它基础上的意见，比如有关多元化投资价值、衡量风险的方式方法等方面的建议。它还能帮你判断自己到底该不该相信这套理论。这一点最为重要，因为如果你相信市场有效，你所采用的投资风格和哲学肯定会跟你不相信它时迥然有别。

对于已经得出结论，认为有效市场理论并未准确描述股票市场如何运作的投资者，可以跳过这一章，不过即便如此，他们大概也可能会发现这套理论在无意间影响了自己的投资习惯。所有的读者都能看出，有效市场理论的历史很迷人。这个故事说的是，早先进行的研究本来是为了扩大知识，阐释并理解这个世界，可它的结论却受到了部分的忽视，之后又遭到过分的夸张。这个故事告诉我们，有效市场理论并不是关于股票市场如何运作的最终结论，可数十年来它对投资者和教师们产生的影响，有时却叫人们觉得它就是最终结论了。

### 缘起

有效市场理论的历史可追溯到股票价格的随机漫步模型，这是一个合理的设想，它认为任何系统化的精确方式，都不可能预测股票价格的运

动。该模型最早出现在1900年，由法国数学家路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier）在一篇博士论文中做了阐述，当时它默默无闻，现在却很出名了。这份论文调查了法国证券交易所里交易的期权和期货价格的线性相关，并得出结论说：价格的变化是根据随机漫步模型展开的。

刚发表时，巴舍利耶的论文并没有引来广泛关注，这或许是因为他的数学演算部分比爱因斯坦著名的气体分子碰撞随机运动研究早了5年的缘故。爱因斯坦“发现”了描述随机分子运动现象（也叫布朗运动，因最初观察到它的苏格兰植物学家叫罗伯特·布朗而得名）的方程，而它也正好是巴舍利耶用来描述金融市场价格行为的方程。

数学家和物理学家（包括爱因斯坦及其同行的后来者）立刻对巴舍利耶采用的数学工具产生了极大的兴趣，但经济学家却是直到20世纪中期才留心到这个主题。事实上，在20世纪50年代初之前，没有任何研究引用过巴舍利耶的工作，或提及金融市场价格随机运动的理论。

20世纪50年代初随机漫步模型终于引起经济学家的关注，人们经常把功劳归到莫里斯·肯德尔（Maurice Kendall）身上。然而，经济学家却直到20世纪50年代中期，才在误打误撞中“发现”了巴舍利耶的研究。

当时，芝加哥大学的伦纳德·萨维奇（Leonard Savage）在图书馆里翻翻捡捡，偶然翻出了巴舍利耶1914年出版的一本小书。伦纳德给自己的经济学家朋友们写信，打听他们是否“听说过这家伙”。保罗·萨缪尔森在麻省理工学院的图书馆里没找到那本书，但找到并阅读了巴舍利耶的博士论文。

到1959年萨缪尔森发现之后，随机漫步模型总算成了一个热门研究领域。

巴舍利耶长期默默无闻，还有另一个原因：1937年，著名经济学家阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles）在研究中得出结论，说股票价格是按可预测的方式运动的。媒体大肆报道了这份研究。对随机漫步模型的研究也因此停止，直到1960年斯坦福大学的教授霍尔布鲁克·沃金（Holbrook Working）发现了其中的错误。随后，考尔斯纠正了该处错误，修正后的研究支持随机漫步模型。

## 简单性

萨缪尔森和他的同事们重新发现巴舍利耶的时候，因为计算机时代的到来，大学里供研究使用的高速计算机甚为普及，众人得以大规模地利用这一见解。靠着20世纪60年代初出现的这些新技术，股票市场研究者着手深入地研究这类市场中的随机过程。

### 相关性测试

调查的一个方面是相关性检测，用来判断指定数据间是否存在某种程度上的共同运动。就股价而言，人们会把特定股票在特定时间段——比方说若干天——的价格变化记录下来，再把随后同样长度的时间段里的价格变化记录下来。之后，人们比较这些序列（叫做“时间序列数据”），判断它们存在某种程度的共同运动，即它们是否表现出任何“相关性”。

比较采用了“相关系数”的形式，这是一个反映数据之间线性相关程度的数字。具体而言，也就是看待检验的时间序列数据跟一条直线是否吻合，而后计算出相关系数。相关系数等于零，意味着该序列中的数据在统计上是独立的；接近零（但不等于零）则表明数据不相关。如果一组时间序列数据独立或不相关，则它们是随机的。

以电视抽彩开奖为例。乐透奖的开奖号码是这么确定的：在箱子里放上许多标有不同数字的球。稽核员摸出一个球，记下上面的数字，把球放回箱子。稽核员重复这一过程三次：摸出球，记下数字，把球放回箱子。这样得出的结果就是开奖号码。这个过程具有统计上的独立性，因为任何一次摸出球后记下的数字，跟前一次或后一次记录下数字全无关系。

脱离彩票箱这样的可控环境，尤其是在股票这类时间序列数据的情境下，要从统计上证明一组数列具有统计独立性是极为困难的。而限制较少的特点——也即数据是不相关的——更容易为统计证据所支持，得出的结论也大致跟满足独立性特点的数据相同。<sup>[1]</sup>

在20世纪60年代的相关性测试中，人们演算出的相关系数全都近似于零。这就意味着，股市上的不同数据组跟随机数表、轮盘赌、抽彩票或其他随机方式产生的不同数字组没有什么区别。

这些发现具有重要的现实意义：缺乏统计相关性意味着，对股票将来价格的最准确估计就是它的当前价格，因此，交易者不可能系统化地从交易中获得高于正常水准的收益。换句话说，如果价格遵循随机漫步模式，

股票在这段时间到下一段时间的价格变化，并不会影响股票在随后一轮时间段中变化的概率。过去的价格预测不了将来的价格。

## 游程测试

相关性测试有一个素来为人所知的缺点：所得结果容易受时间序列里少量的极端数据所影响。为避免这一缺点，人们会对数据进行游程分析——调查连续变化的方向是否具有持续性。

一段游程是按序列统计里没有方向性变化来定义的。故此，方向一出现变化（比方说，从负到正，从正到负，从无变化到正向或负向），就算新游程的开始。

游程检验的不是序列中数据在数字上的变化相关性，而是考察的这些变化在方向上的关系。如果价格变化吻合随机漫步模型，则序列的个数和股价时序数据的反向次数应该差不多相等。如果同向运动持续了较长时间，随机漫步模型就不成立了。

在20世纪60年代初所进行的众多游程研究中，芝加哥大学经济学家尤金·法玛 (Eugene Fama) 最为谨慎。法玛发现，价格变化的方向具有持续性，但他仍然得出结论：没有什么交易规则或策略能持续战胜市场。故此，几乎所有参与20世纪60年代末辩论的人都一致同意，在研究中观测出来的与随机性不一致的地方，可以忽略不计。他们还相信，这有力地支持了随机漫步模型。



## 交易规则测试

尽管得到了广泛的认同，一些参与辩论的人仍持怀疑态度。实际上，当时一些颇有远见的评论者就曾担心，股票价格变动的相互关系异常复杂，这些标准化工具恐怕不能将之一一揭示。出于这样的担心，有人怀疑随机漫步模型的真实性和想要发现、利用价格变化的复杂关系，设计出能获得高于正常回报水准的交易规则来。

西德尼·亚历山大（Sidney Alexander）的“过滤技术”，就属于这些早期尝试之列，它极具启示意义。这种策略旨在识别和利用股价里存在的假定变化趋势，按亚历山大本人的妙趣说法，“市场的小小抖动”有可能会掩盖了这样的趋势。

举例来说，对某只股票采用“5%过滤规则”，就是说：股票价格上涨了5%，那就买入（并看着它涨到更高的峰值）；等价格从峰值下跌5%，就卖出它（并看着它跌到更低的谷底）；再接着，卖空它（也就是说按照现行价格把它借来卖掉，并答应到了偿还期会按当时的价格买入并偿还）；接着，等价格从谷底上涨5%，再平仓。

如果此方法有效，第一回的卖出能带来一笔收益，之后的卖空又能带来一笔收益。更重要的是，如果它确实有效，那么股票价格就应该吻合峰值——谷底的模式。这意味着它们并不是随机的，随机漫步模型不成立。

亚历山大最初研究的结果表明，这种技术能够带来高于正常水平的回报。然而，这之后，他本人和其他一些人（法玛也在内）又进行了校正，

证明放宽或改变某些假设足以抹掉高于平均水平的收益，尤其是，最初的过滤技术未能注意到，卖空股票的话，股票的红利就成了成本，不再是收益了。

亚历山大的过滤技术概括了股票分析和交易里的图表法或技术方法，它把过去的价格作为预测将来价格的基础。确切地说，从概念上看，亚历山大的过滤技术跟当今证券交易盛行的限价盘和同类技术算得上近亲了。这些技术包括了依靠反常效应的传统技术方法（如内幕效应、月度效应、周末效应和分析师效应等），以及一些非传统方法（如裙边离地指标、超级杯指标等）。

这些东西，以及诸如“动量投资”和“板块轮动”等相关的哲学思想，仍然是华尔街的主流学派。交易员仍然广泛地使用它们，而它们得到越来越多的贸易商、投资顾问和经纪人的推荐。随机漫步模型（和有效市场理论）的许多信徒基于前文的分析，逐渐意识到这些东西是无稽之谈。

说它们是无稽之谈，不是因为有效市场理论，而在于它们完全违背了业务分析。格雷厄姆在《聪明的投资者》（Intelligent Investor）一书中提到了拥护这种技术方法的人，他说：“考虑到他们的工作跟本书中提到的‘投资者’并不相关，我们还是别管他们了。”

究其本身，所有随机漫步测试存在的问题在于，它们全是线性的。他们没有调查是否存在非线性的价格依赖，这是因为，20世纪60年代初，研究人员用的计算机还不具备那么高的运算能力。

比方说，交易规则测试就是线性的，因为它是按时间顺序（或实时）进行的。不管是它，还是其他的老式测试都没有考虑过这样的可能性：说不定，从非线性的角度能更好地理解市场时间。我们在下一章会对这一主题进行论述，现在，我们只需注意到，爱因斯坦证明，时间不是绝对的，而是根据不同的环境有着数十种不同的运行方式，这就包括向前（或曰线性的）、向后、循环、减缓、无规则（非线性），甚至可以静止不动。

## 完全竞争市场之梦

不少人认为，在科学研究领域，有效市场理论的建立很怪异。该假说的证据最初由巴舍利耶在1900年提出，到20世纪60年代初，又大量出现在有关随机性的研究里。

就在此时，一种解释随机性的理论提了出来。1965年，保罗·萨缪尔森（1970年成为诺贝尔经济学奖得主）写出了第一篇关于有效市场理论的文章。经济学家甚为欢迎这一论证。这一理论应运而生的必要条件，似乎正好跟维系所有经济学家心底梦想的必要条件差不多：完全竞争市场。

完全竞争市场是一种虚拟存在，它要求市场满足以下假设：有大量的参与者，单个参与者的行为不可能对市场造成重大影响；参与者掌握着充分的信息，能平等地进入市场，行事理性；商品是同质的；没有交易成本。

完全竞争市场刚好能带给人随机漫步模型暗示的东西：在股票市场

上，股票的价格会根据与该股票相关的新发布信息而不时地调整，并且这些调整是精确的。有效市场理论一提出来，就对这一预测做了具体表述。从最广义上说，它认为股票在股市上的交易价格完整地反映了与该股票相关的所有信息。

完全竞争市场模型假设的这些特点，股票市场无论有还是没有其实都无所谓。正如1976年的诺贝尔奖得主米尔顿·弗里德曼所提出的，经济预测的基本准则是，要检验模型的预测能力，唯一相关的就是考察它是否有效，至于模型下面潜藏着什么样的假设，与此并无关系。故此，哪怕投资者并非完全理性，也不见得掌握了充分的信息，但只要这些事实并不妨碍市场有效理论的预测能力，那它们就无关紧要。虽说现在很多经济学家开始重新考虑这些假设，但到目前为止，公认的经济理论依然采用这一方法。

### 三种有效形式

从一般形式上讲，有效市场理论解释的东西比随机漫步模型要多。随机漫步模型只是简单地说，相继的价格变动是独立的，或者不相干的，而有效市场理论则说，股票价格充分反映了有关股票的所有信息（不光只是过去的价格而已）。于是，自从随机漫步模型出现了有效市场理论这种解释之后，后者就根据特定的信息类型，划分了三种定义形式。

面对特定类型的信息，价格行为会出现怎样的变化呢？最初提出这三种形式，是为了把上述实证测试进行分类。弱式有效测试检验的是随机漫

步模型本身；它使用前述的相关性和游程测试来调查过去的价格是否暗示了将来的价格。半强式有效测试检验的是除了价格之外的公开可用信息是否反映在了现行价格当中；强式有效检验的则是内部交易信息是否反映在现行价格当中。

20世纪70年代中期，人们就此做了大量的测试和讨论，并逐渐用有效市场理论的三种形式来概括各自测试所暗示的结论。自此以后，有效市场理论的形式专指如下含义：弱式有效表示股票价格完全反映了构成过去价格的所有信息；半强式有效表示股票价格完全反映了当前公开可用的所有信息；强式有效表示股票价格完全反映了现存的所有信息，不管是公开可用的，还是秘不告人的。

这样看来，随机漫步模型和弱式有效之间存在着逻辑上的直接联系，和两种较强的有效形式之间的联系则较为薄弱、模糊。不妨回想一下，随机漫步模型认为，价格变化独立于之前的价格变化，或是两者不相干。这也就是说，对过去价格变化进行的技术分析——有时也叫“图表分析”——无助于系统化地预测将来价格的变化。

弱式有效解释了这种独立性，它假设当前价格包含了从前价格里蕴含的一切信息，以此作为自己的预测基础。这样的话，任何价格变化只可能是新信息带来的结果，而新信息的产生，本身是随机的。吸收信息的过程持续进行，解释了20世纪60年代人们在相关性和游程测试里的发现：前后的价格变化之间不存在实质上的线性关系。其后两种较强的假设形式因此被推导出来。

有效市场理论的半强形式不仅认为当前的股票价格反映了构成先前股价的所有信息，还认为它们反映了与股票有关的所有公开信息。要检验这种更具野心的说法，不但要关注价格变化的相关性分析，还要分析特定信息导致价格发生变化的相对敏捷度。

除开测试方法上的不同，半强式有效还要取决于随机漫步模型的有效性，反过来，随机漫步模型的有效性又依赖于股价数据并不存在统计相关性这一实证结论。换言之，如果将来的价格变动依赖于先前的价格变动，那么，半强有效形式检测的任何价格变动，都不能单单归因于测试里评估的新信息的出现。因此，弱式有效和半强式有效都要依赖线性检测模型所给出的证据。

较之随机漫步模型提出的主张，强式有效做了相当大的延伸。确切地说，强式有效其实是一种近乎于神学概念的看法，它认为公共资本市场有着无限的智慧：哪怕是非公开信息也能反映在公开的股票价格里。大量的证据否定了强势有效假设：掌握了非公开信息的人可以利用它获得超乎寻常的高额市场回报，20世纪80年代层出不穷的内幕交易丑闻就是很好的例子。

由于有效市场的强式假说站不住脚，相关的辩论主要集中在它的半强和弱式假说上。有关弱式有效的争论一般以分析随机漫步模型本身为主，通常使用线性实证模型来检验连续价格变化之间的关系；随机漫步模型也包含了这部分的内容。

麻省理工学院的罗闻全 ( Andrew Lo)和沃顿商学院的克雷格·麦金雷 ( Craig MacKinlay)做了一项广为人知的研究，证明从每月和每周的持有期收益率来看，股票价格有着强烈的正向连续相关性。他们观察了从1962年到1985年总计1 216个星期的股票收益率，发现每周的相关系数高达30%，从统计上看，这样的相关水平可谓极高。两位研究者在《非随机漫步华尔街》 ( Non-Random Walk Down Wall Street)一书中指出，这并不一定意味着股票市场无效，只不过是说，随机漫步模型不能拿来作为有效理论的基础。

这样的研究虽然并没做出一锤定音的结论，但哪怕是尤金·法玛，有效市场理论的总设计师，在诸如此类的证据面前也下了断语：每天和每周的股票收益率可以根据过去的收益率来预测，从而在统计的基础上抛弃了随机漫步模型。9尽管如此，法玛和有效市场理论的其他奠定者仍然坚持认为，这种矛盾只不过是一种反常罢了，无损于基础模型的有效性。不过，还有一些人试图从另一个方向来解释此类结果，这就是所谓的“噪声”。

## 噪声

约翰·梅纳德·凯恩斯曾经打过一个很出名的比喻，说股市就像是选美比赛。比赛里，裁判选的不是自己觉得能胜出的候选人，而是他觉得其他人会选中的候选人。这就用一种投机随大流的心态，取代了着重于基本面或实质性的分析（也即本书强调的方式）。

1981年的诺贝尔经济学奖得主，耶鲁大学的詹姆斯·托宾 ( James

Tobin)把凯恩斯的选美比喻做了进一步的发挥。他认为，就算公共资本市场能够迅速地把公开信息整合到股票价格里，就算从这个角度讲它是有效的（也即有效市场理论的半强形式），可这并不一定意味着市场里的股票价格反映了它的基本价值（也即预期未来现金流对股东的现值）。

凯恩斯比喻里的选美比赛评委们在做出选择时，领会的信息质量说不定很差；而市场领会的信息质量说不定同样差。许多追随者都觉得托宾说得对，包括同为诺贝尔经济学奖得主的威廉·夏普（William F.Sharpe）和肯尼斯·阿罗（Kenneth Arrow）。倘若许多交易者真的像凯恩斯说的那样行事，那么，有效市场理论的半强形式还需要做进一步的划分：一种是严格的信息性有效，另一种是更纯粹的基本面有效。

信息性有效描述了这样一种市场：与一只股票相关的所有公开信息，不管质量高低，都反映在了股票的价格当中。故此，价格不仅反映了和股票基本价值相关的信息，还反映了一些完全与基本价值无关的信息，比如哪支橄榄球队赢了超级杯一类。基本面有效是一个较为狭义但更有野心的设想，它认为股票价格是股票内在价值的准确指标，因为价格只反映了与基本商业价值相关的信息。

问题在于，资本市场是否能够区分各种信息，只让跟基本价值相关的信息反映在价格里呢？于是这就回到了人类行为是否理性的基本问题上。有效市场理论说，就算个体行为不理性也没关系，因为其他行为理性者会纠正个别不理性的人。确切地说，有效市场理论模型把不理性给“假设”在外了。



然而，不管是从直觉还是从实证的角度看，信息性与基本性都存在明显的区别，必须要面对才行。于是有人想出了个保住面子的委婉说法：经济学家费希尔·布莱克（Fischer Black），从统计领域借来了一个名词，把非理性行为称为“噪声”，这才使得好面子的经济学家能够继续讨论这个问题，并尝试为它建立模型。

噪声理论得到了大量实证证据的支持，也有着良好的知识基础。噪声理论模型认为，股票市场充斥着噪声交易（也就是建立在无关基本资产信息的基础上所做的交易），这种交易污染了股市。这些模型就是为了解释为什么噪声交易会出现，为什么它的影响会持续存在。

举例来说，最常见的噪声理论模型认为，噪声交易是那些掌握信息不充分、靠情绪行事而不靠理性分析的投资者做出来的。这些人的举动，使得价格偏离了基本价值。尽管市场上也有成熟老练的套利者存在，价格、价值之间的差距还是抹不平，因为这些套利者厌恶风险，也拿捏不准投资者的情绪什么时候会来个大掉头。

股市存在噪声投资的证据如下：跟风；根据谣传行事；迅速改变自己的投资组合；卖掉绩优股（挣回了一笔要扣税的收益），却留下表现糟糕的股票（倘若及时脱手，这笔亏损是可以抵税的，但留在手里不卖，就没法用来抵税）；为糟糕的管理业绩支付庞大的共同基金费；仿效他人，使用愚蠢的技术交易策略，掉下了深深的市场悬崖。

人们对这种行为的原因尚知之不详，但心理学研究给出了一些倾向性

的暗示。这些倾向包括：人们厌恶风险，讨厌损失多过渴望收益；这解释了持有亏损股却卖出盈利股的非理性做法。人们还爱根据过去的模式来预测将来的事（如预测未来10年的收益增长率等于过去10年），从而歪曲了将来不确定事件发生的概率。

从理论上说，明智的套利者能纠正这些偏差并从中获利，有效市场理论自然也就稳住了阵脚。但需知套利是一种有风险的买卖。既然今天存在错误的定价，明天恐怕照样存在错误的定价。倘若股票的价格远远高于它的价值，套利者会卖空它，之后静待市场的纠正。但很有可能，套利者已经眼睁睁地等到了自己非填补空仓不可的时候了，市场的纠正还没到来。又倘若股票的价格低于其价值，套利者会买入并等待价格上涨。可市场的纠正说不定会用掉很长的时间，在此期间，套利者完全可以把资金配置到其他能带来更高回报的地方。

还有一种可能性：个体的理性行为结合到一起，却带来了不理性的结果。生意场上随时都有这种事发生。比方说，空调发明之后，商店花了大量资金安装它，希望获得竞争优势，可一旦所有的商店都这么做，安装空调所带来的竞争优势就荡然无存了。这就是为什么你会在郊区的十字路口上看到四个岔口上都开着加油站。巴菲特也举过类似的例子，他说看游行的时候，人人都觉得稍微踮起脚来会看得更清楚，可一旦人人都踮起脚来，事情就变回老样子了。

尽管经济学领域的思想前沿产生了这些有关市场如何运作的意义深远的洞见，但许多顶尖的经济学家还是觉得它们只不过是主题曲里的小变奏

罢了。有效市场理论的信徒们承认，理论可能的确有偏差，但偏差全是因为偶然才出现的。比如尤金·法玛就争论道，对信息的明显过度反应跟对信息的明显反应不足，两者是同样常见的；某些事件发生后，获得连续反常收益的可能性，跟相同事件发生后连续反常亏损的可能性一样大。

所以，顶尖经济学家都认为，不利于有效市场理论的新证据并没有增加太多实质内容。他们还是死守着基于有效市场理论的投资工具不放，朝着以实践应用完善理论的宏图大业继续前进。

## 相关理论概况

有效市场理论告诉我们，特定的信息集合充分反映在了上市证券的价格当中。然而，这类完全反映在股价当中的信息到底指的是什么意思，有效市场理论并未提供任何判断基础。因此，需要有一套资产定价理论。它由两个流行概念构成：现代投资组合理论，负责为资产定价打基础；资产定价模型，也即资产定价的一般范式。

### 现代投资组合理论

随着20世纪五六十年代随机漫步模型和有效市场理论的建立，另一名诺贝尔经济学奖得主（1990年和夏普共同得奖），纽约城市大学的哈里·马科维茨（Harry Markowitz）也建立起了现代投资组合理论（modern portfolio theory, MPT）。它的基本思想是，将若干不相关的股票装进一套投资组合当中，这样，整个投资组合的波动性就会低于组合中单只股票的平均波动

性。

现代投资组合理论提出，所有的投资都可归结为两点基本要素——风险和收益，它假设投资者厌恶风险，愿意牺牲收益以回避风险，并为承担风险而要求获得更高的收益。这套理论还说，为解决对风险的厌恶情绪，这样的投资者最好是进行组合投资，在既定的风险水平上获得最大的预期收益。

一笔投资的预期收益率是它在各种可能性下的所有收益的加权平均值，而该投资的风险，则是所有可能收益在预期收益率范围内的方差。根据投资组合理论，一套投资组合的预期收益率是单笔投资预期收益率的加权总和；但它的风险并不一定是单笔投资风险（或收益率方差）的加权总和。

故此，现代投资组合理论的核心观点是，由于单笔投资回报率的差异可以降低投资组合回报率的方差，投资组合的风险就成了单笔投资较组合整体的方差函数了。这就意味着投资组合的风险通过组合的多元化降到了最低限度。

现代投资组合理论对风险的认识还有另外一个重要的意义。对于任何股票，风险都可以分成两部分：系统性风险和非系统性风险。系统性风险（有时也称为市场风险或不可分散风险）的产生，是因为股票有着随所在市场变化而发生变化的倾向。非系统性风险（有时也称为独特风险、残余风险、特定风险或可分散风险）则来自个股本身的特殊性质。

依照现代投资组合理论的多元化概念，非系统性风险可以分散为零，个股的市场收益率就无须把弥补风险的部分包含进去。这样一来，市场回报率就单纯成了系统性风险的函数，也即个股随市场变化而变化的程度。衡量这种风险和收益率是资本资产定价模型的主要目标。

## 资本资产定价模型

20世纪60年代末，现代投资组合理论和有效市场理论渐趋成熟，资本资产定价理论却才刚刚起步。如今，众所周知的资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）是从现代投资组合理论衍生出来的（基本上，它是跟马科维茨一起夺得诺贝尔奖的威廉·夏普发明的）。和现代投资组合理论一样，资本资产定价模型假设投资者厌恶风险。此外，它还假设投资者对预期收益有着理性的期待。根据这一假设，资本资产定价模型认为一笔投资的预期收益率等于无风险收益率加上对前述系统性风险的贴水。

系统性风险是按单笔投资对市场整体的波动程度来衡量的。它把个股的风险溢价（收益率减去无风险收益率）跟市场整体的风险溢价联系了起来。

任一股票的此种联系，都用一个叫 $\beta$ 的数值来表示。按资本资产定价模型，高 $\beta$ 值的股票比低 $\beta$ 值的股票风险更大，因为前者往往比市场的动荡幅度更大——其收益比市场收益表现出更大的方差。

## 批判和常识

就其本身来说，现代投资组合理论和资本资产定价模型各有若干缺点。首先，在评价有效市场理论时，需要有一套定价模型，这就引出了联合假设的问题：检测模型的时候，你没法肯定它失效到底是因为市场无效，还是因为使用的资产定价模型有问题。

事实上，前文提到的有效市场理论中的好些异常现象，症结都在资产定价模型存在的缺陷上，并不是因为市场本身无效。这些缺陷往往是因为风险定义得不够精确，或是指定 $\beta$ 值不严谨。

对怀疑有效市场理论的人而言，联合假设问题有一个很重要的含义。要证明有效市场理论不成立，你提出的证据肯定不能使用资产定价模型。然而，股价行为的线性或非线性相关，和有效市场理论本身就存在矛盾。因此，只要发现连续股票价格里存在线性或非线性的相关性（见下一章），就意味着有效市场理论不完善。这里不存在所谓“错误指定”了资产定价模型的其他解释。

此外，资本资产定价模型认为，一笔投资的预期收益跟该笔投资所在的投资组合的预期收益呈线性相关。这种线性关系是 $\beta$ 值给出来的，反过来， $\beta$ 值又是资本资产定价模型的理性预期假设所规定的。

如果人类行为本身就跟理性预期假设不一致，那就没必要相信存在这么一种线性关系了。换言之，也就是说股票市场不是线性，而是非线性的。要是这样的话， $\beta$ 值就不能准确地测量风险了。

最后，资本资产定价模型里用到的理性预期假设要求投资者有着同质的收益预期；反过来，这又要求投资者使用相同的方式评估信息、理解信息，它甚至还要求所有投资者在相同的时间范围内评价投资机会。这些要求显而易见是不靠谱的。近来，各方文献对资本资产定价模型的批评也主要集中于此。

研究文献显示，特定股票的需求对价格变化是很敏感的，就像大多数其他商品的需求一样。随着价格的变化，投资者对该股票的胃口也不一样了。所以，市场无法描述出一只股票的正确价格，因为根本就没有正确的价格这种东西。就算是理性人，也不是同质的机器人；他们再理性，对信息也会有不同的阐释，对企业未来现金流的现值也有着不同的判断。

古典主义经济学理性自利行为模型，只有80%的时候正确。信奉这套理论的人忘了经济学奠基之父亚当·斯密一直在强调的东西：经济生活是嵌在社会生活里的，由于社会习惯和环境的影响，经济主体在做决策的时候，并不单纯是从经济角度出发来算计。这就是为什么在亚当·斯密的时代，现在的“经济学”会叫做“政治经济学”。

倘若说社会科学的其他部分应当回归经济学，那么再往里面加点来自硬科学领域的物理也并无不可。不妨回想一下，随机漫步模型之所以得名，是因为公共资本市场似乎服从布朗运动的原则，而布朗运动指的是分子运动的随机状态。不过，分子是没有知觉的，而严格地说来，价格却是终极知觉——人类行为——的创造物。

出于这个道理，常识认为，价格和分子不能划等号。更何况，当前物理学已经进入非线性动力学和混沌理论的层面，远远超出了布朗运动的范畴，这为我们怀疑、反思这个比喻是否成立提供了更进一步的理由。

我们在下一章将会看到，这个比喻早就被批判得体无完肤了。不过，在这之前，让我们暂停一下，来看看常识是否认为" $\beta$ "能衡量风险。" $\beta$ "衡量的只是一只股票的价格波动性。如果你坚持认为可以把“风险”这个词跟这一量度联系起来，最多也不过意味着" $\beta$ "抓住了股票价格上下回旋的风险。对市场分析师而言，这样的量度或许有些用处。

但对商业分析师来说，价格波动这种工具于分析无益，" $\beta$ "也一样。商业分析师看重的东西或许可以称为“商业波动性”，以一家企业盈利或现金流的波动作为衡量其将来业务绩效的基础。收益和现金流就是企业的价值所在，事关重要；市场价格却不然，因此商业分析师对" $\beta$ "不感兴趣。

随着20世纪60年代末数学式投资方法开始大行其道，格雷厄姆宣称，把价格变化的波动性理解成风险，“对做出理性的投资决策弊大于利，因为它太看重市场的起起伏伏了。”有效市场理论力争抵消这方面的异议，它认为，市场波动就是反映了信息变化的理性价格变化，仅此而已。可有些事情并非如此简单。在这一点上，查理·芒格很爱引用爱因斯坦的一句话：一切事情都应尽可能简单，但太简单了也不行。格雷厄姆仍然是对的。

[1] 这也就是说，在实际环境中，要证明数据的独立性比证明数据的不相关性更难，但两者得出的结果基本上相同。——译者注



## 第3章 混乱的市场

上一章概述了给我们带来“现代金融学”的一小群获诺贝尔经济学奖精英们的看法，如今的投资者可以从中学到不少东西，可照单全收绝对要不得。虽说有效市场理论门下没有几个有脑袋的门徒会对强式有效怀有太大的信心，但半强和弱式有效——外加现代投资组合理论和“ $\beta$ ”——却已经在学术和大众投资领域把持了将近30年的主流地位。

这些假说完全基于简单的线性分析和思考，所以，它们的描述能力和规范性影响大有问题。随着人类在各个领域的努力，知识不断向前发展。要给市场行为制作模型，技术带来了比有效市场理论及现代金融学其他内容发展成长时更好的方法。依靠新技术所得到的结果，跟之前的结果截然不同，而且，它们肯定格雷厄姆对“市场先生”的常识性直觉。

### 新浪潮

股票市场交易中存在噪声，表明随机漫步模型和有效市场理论使用的线性测试存在缺陷。噪声理论说明，公共资本市场的信息处理性能过分迟钝，无关的信息或噪声反而排挤了有关企业潜在价值的根本信息。在这样的反馈系统之下，面对信息，个体要么过度反应，要么无所作为。

反馈过程是非线性系统的特点。它们表示原因和结果之间（如新闻和股价变化）有着非比例的关系。人们完全尚未意识到噪声理论这一见解的

威力。要理解股票市场行为，理解投资者和管理者应当如何思考市场和市场价格，弄清线性和非线性之间的区别是根本。

线性意味着比例：一个变量的变化使得另一指定变量出现等比变化。比方说，资本资产定价模型就是线性的，因为它断言股票的预期风险跟" $\beta$ "有着直接的比例关系。

有效市场的线性体现在两个方面。首先，弱式有效背后的统计模型是简单的线性回归分析；相关系数表明的是变量在一段时间内跟基准直线有着怎样的相关性。换句话说，检验时间序列数据的相关性，就是用一条直线和数据对比，然后计算其相关系数。

其次，有效市场理论的半强式是线性的，因为根据它的定义，信息变化和价格变化之间有着成比例的关系。尤其是，半强式有效认为，信息会不带偏差地立刻整合进价格。换言之，有关企业价值的信息变化以及随之而来的代表前述企业的金融资产（股票）价格变化，存在比例关系。

与此相反（容我稍做简化），非线性意味着不存在比例性：一个变量的变化会造成另一个变量的变化，但两者之间不成比例性，而是指数性的。举个常见的例子，一根稻草最终压垮了一头骆驼，这就是非线性的关系，因为成因和结果之间完全不成比例。

股价的波动、市场高涨或崩盘，往往是因为之前已经积累了大量的信息，只不过，最后一点增量的信息成了“压垮骆驼的最后一根稻草”。要是有一家公司宣布，该公司的盈利恐怕不如先前预期那么强劲，它本身的股

价可能会大幅跳水，但市场整体恐怕不会有什么太大的反应。可要是过了几个星期，该行业有更多的公司发布了同样的消息，华尔街就会紧张了。该行业所有的股票有可能突然猛跌，这一冲击甚至会蔓延到整个市场。到了某个点，华尔街上就哀鸿遍野了。

市场对少量新信息的反应可能很慢，也可能过度，这当然是噪声理论的解释。只不过，线性和非线性系统的区别远远超出了噪声理论的范畴，因为噪声理论本身还拘泥在有效市场的范式里。非线性动力学和混沌理论打破了这种束缚，以更宽广的视野观察投资者和市场行为，对公共资本市场的现象提出一种完全不同的认识。

这里并不存在什么先验性的理由，非要人相信公共资本市场是线性系统，不是非线性系统。故此，要理解这类市场，有一个问题必须首先考虑：它们到底遵循的是线性流程还是非线性流程。为研究这个问题，人们使用了许多新技术，远比设计随机漫步理论模型时要复杂和成熟。

20世纪六七十年代，甚至80年代初使用不了这类技术，原因之一在于那时候没有足够强大的计算机系统。这种计算机系统不仅要能迅速地处理数据，还要能处理超出简单的线性数学模型之外的数据，计算多维数据流的曲率。而现在，有了这类资源的帮助，研究人员重新上路了。他们从原先的共识入手，即实证研究表明，除了一些反常现象外，随机漫步还算准确地对股票价格做了描述。接着，他们继续深入下去。

深入工具之一，其实可以追溯到20世纪初。它是水文学家赫斯特

(H.E.Hurst)建设尼罗河大坝时设计的。赫斯特必须根据降雨模式确定水库的排水方式，以便维持水库的水位。

为理解水库系统如何运作，赫斯特记录下每天中午的水位，并算出了变化范围（基本上也就是高水位、低水位和平均水位之差）。如果变化范围随观察记录下来的数字等比例提高，人们便可以得出结论：水库系统是随机的。反之，如果它不是随机的，且表现出一定的模式，那么，只要知道其中之一，水文学家便可以确定水库的排水方式了。

赫斯特设计了一种叫做“H指数”的简单工具，用来判断水库变化范围的扩大到底是随机过程，还是更倾向于模式化行为。数学细节这里就略过不提了，总之，如果一个系统的H系数等于0.50，则系统是随机漫步的。也就是说，任何特定的一种运动跟在另一种运动之后出现的概率都是五五分，故此也就是完全碰运气。

如果H小于0.50，则该系统是均值回归的。意思是说，倘若在若干次观察中，该系统呈上升状态，那么，在接下来若干次观察中，它很可能会下降，反之亦然。如果H系数大于0.50，系统是相关的或持久的：在若干次观察中，系统呈上升状态，那么在接下来的若干次观察中，它很可能还会上升；反之亦然。比方说，H为0.60，那么正向运动之后仍然出现正向运动的概率为60%。

H可能随时间而改变。举例来说，H可能有些时候超过0.70，接着降到0.50附近，而后再次增加。H值不等于0.50期间（也即在回归0.50附近之

前)的观察次数(或时间期限),是衡量该系统平均周期的尺度。

假设H在一段时间内持续超过0.50,这一时期的长度就是衡量该系统记忆性的尺度——也就是说,过去时间对当前和未来事件的影响程度。在投资分析领域,它衡量的是投资者可以充分利用信息、占取优势的时期。

20世纪90年代,一些市场分析师想到,也可以把H指数用到市场上,判断市场是否随机。有一个人甚至出版了他所得的结果。波士顿的一位基金经理,埃德加·彼得斯(Edgar Peters)把H指数用到了从1950年1月到1988年7月间(整整38年)每个月的标准普尔500指数数据上。

彼得斯发现,在大约4年的平均周期里,H是0.78,也就是说,标准普尔指数里头有着很强的持久性因素存在,并不完全是一个随机过程。然而,一旦超过了4年的平均期,H就跟0.50没有太大的区别了(实际H值为0.52)。因此,彼得斯得出结论,4年一过,标准普尔500指数就丧失了记忆性。故此,标普500指数不是随机的,平均而言,今天的事件会持续影响将来4年里的股价。

## 又一波新浪潮

市场混沌行为的研究,把经济学家的完全竞争市场之梦打了个粉碎。赫斯特的H指数表明,市场并不如有效理论的假设,它不是线性的;而最初从物理学混沌理论发展出来的原则,对有效市场理论中市场理性的假设也提出了怀疑。

1987年詹姆斯·格雷克 ( James Gleick)出版的畅销书《混沌》(基本上就是对自然科学领域的混沌做了一番通俗的介绍)，让混沌理论流行开来。1988年，圣菲研究所 ( Santa Fe Institute)出版了一本专著，凸显了混沌理论在经济和金融领域的潜在角色。之后，多恩·法摩尔 ( Doyne Farmer)和诺曼·帕卡德 ( Norman Packard)又将它轰轰烈烈地带入了“物理金融学”的领域 ( 也即物理和金融的融合学科 )。这两人在物理金融学上的探索，托马斯·巴斯 ( Thomas Bass)在1999年出版的《预测者》(Predictors)做过详尽介绍。由于这些作品广为传播，混沌理论在经济和金融系统非线性动态行为的研究中变得日益重要，发展迅速。

通过混沌理论，物理学家发现，宇宙中许多以前认为是随机 ( 不可预测，没有表现出模式 ) 的现象并不随机，而是有着明显的模式。简单地说，混沌理论认为，宇宙中出现的事件，看似随机，其实有模式可循。因此，表面上的随机系统 ( 只包括传统线性模型下的随机运动或行为 ) 说不定是确定的，或是表现出更复杂的内在依存性，只不过，这种依存性超出了简单线性模型所能揭示的范围。

混沌理论起源于19世纪法国数学家和物理学家亨利·庞加莱 ( Henri Poincare)的研究。庞加莱研究的是著名的三体问题。牛顿利用运动定律和万有引力法则证明，人能够准确地计算出两个互相吸引的物体将来的位置和速度。然而，不管是牛顿，还是之后的任何人，都没能计算出三个或三个以上互相吸引的物体将来的位置和速度会是什么样子。

科学家们在发送太空探测器上火星和其他星球时，反复碰到这个“三体

问题”。他们绘出航线图，说明探测卫星到达时，目的地行星（不是发送探测器的那颗行星）正处在自己轨道上的什么位置。但不管怎么测绘，总是必须进行中途修正，因为牛顿物理只能准确预测两个物体之间的相互作用，碰到三个物体，就无能为力了（好多探测器就这么在太空里迷失了）。庞加莱把三体问题归结到多体系统本身固有的非线性上，因为“初始条件上的细微不同，会在最终现象上造成极大的差异。在前者上出一点小错，在后者上就变成了大错”。这一看法，也即现在混沌理论的核心内容，叫做“对初始条件的敏感依赖性”。

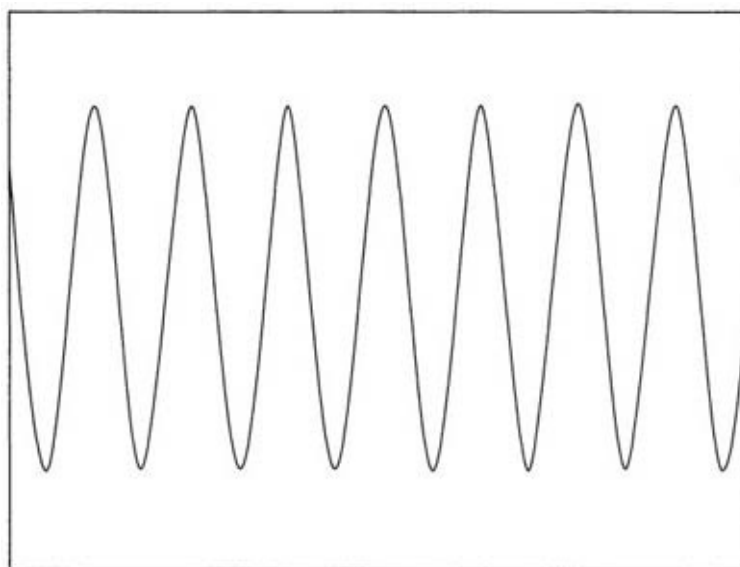
说到对初始条件的敏感依赖性，典型的例子就是气象学里的蝴蝶效应。它的首倡者是20世纪60年代初麻省理工学院的气象学家爱德华·洛伦茨（Edward Lorenz）。他说：“事关气象的动态方程对初始数据非常敏感，这个地方的蝴蝶扇没扇翅膀，说不定就关系到另一个地方发不发龙卷风呢。”

假设有一块空荡荡的冰球场。一个人在场地中央放置一枚冰球，然后朝球场的另一头击打它。他测量了击打的角度、冰球受力的角度，以及冰球反弹的角度。随着冰球在球场周围不断反弹，他继续记录冰球的受力和反弹角度。

假设没有摩擦，冰场上冰球的运动规律是这样的：它撞上围栏的角度，总是等于它从围栏反弹开去的角度（类似的事，打台球的人应该很熟悉）。这样的规律意味着我们确立起了一套确定性的系统，在这个系统下，冰球将来的位置总是能够精确预测出来的（假设已知它的实际或平均速度）。

但现在假设冰球最初的位置偏差了小小的几度，这个变化非常小，测量的人根本就没观察到。等冰球撞击了围栏一两次之后，预测者预测的位置说不定就不准确了——尽管只有一点点的误差，可以忽略不计。可随着冰球之后又一次次地撞上围栏，误差量将呈指数倍扩大。很短的时间里，预测就会错得离谱了。

因为冰球初始位置测量上出现的误差，让冰球的运动显得随机和不可预测；但要是一开始测量准确，也就能准确预测了。混沌系统的标志性特征，正是这种对初始条件的敏感依赖性。为了测明敏感依赖性的存在，洛伦茨和他的后继者们开发出了一些有趣的工具。



图形与吸引子

传统上，时间序列数据是用传统的坐标几何来绘制的。例如，要绘制一只股票价格的时间序列，那么，价格就标示在纵轴上，时间标示在横轴



上。

在物理学中，惯常的坐标几何图形可以变成一种更强大的图形，也即绘制在相空间的“相图”，它能描绘出一个系统存在的各种变化可能性。为了说明时间序列数列的坐标几何图与同一数据的相图有什么样的异同，我们使用钟表这个经典的例子，同时引入“吸引子”的概念。

不妨设想一台受机械力驱动的稳定钟摆。它会以一个稳定的速度来回摆动，除非我们关掉它的动力，否则它是不会停下来的。如果用坐标几何图来描绘这台钟摆的运动，它会是一条上下波动的线，随着时间的推移，它的高度保持不变，如图3-1所示。

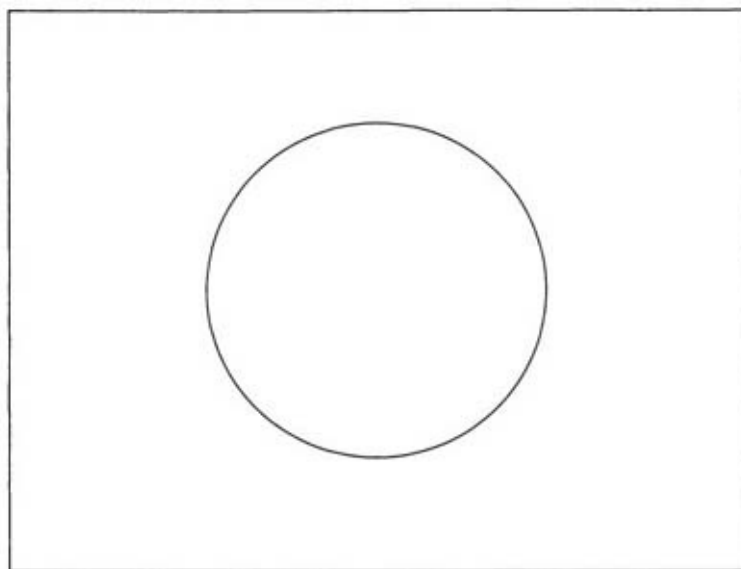


图 3-1 受力钟摆的时间阶段图

我们可以把受力钟摆的相空间图预先设想成一个矩形。在相空间的任何时刻，钟摆的角度都决定了一个点在横轴上的位置，而速度则决定该点

在纵轴上的位置。故此，相空间的钟摆图会形成一个环，说明钟摆的连续运动重复通过相同的位置序列，如图3-2所示。这种不断的重复就叫做一个有限循环，或一个极限环吸引子，因为钟摆（可称之为一个系统）只受这唯一一个（有限）循环的吸引。

图 3-2 受力驱动钟摆的相空间图：“极限环吸引子”

再来想想不受持续机械力驱动的钟摆，你要先手动地把它拉到轨道的一端，再松开手。因为没有持续的机械力驱动，钟摆会来回摆动，速度渐渐放慢，越来越接近静止。对这种不受力的钟摆进行解析几何描绘，一开始是跟前述受力钟摆同样的上下波形线，但这条波形线的高度会随着钟摆的速度放缓而逐渐降低，如图3-3所示。

这种钟摆的相空间图，一开始也会显得像是要形成圆环的样子，但由于它的速度不断变慢，图形会随着钟摆放缓而螺旋向内。相应的，图形会趋近于原点，如图3-4所示。本例中的原点，叫做点吸引子，因为钟摆（或系统）受唯一的一个点所吸引。

描绘这种图的另一种方法是，把相空间设想为解析几何时间序列图的侧视图。实际上，它就是从收缩的那个侧面看摆动时序图的样子。

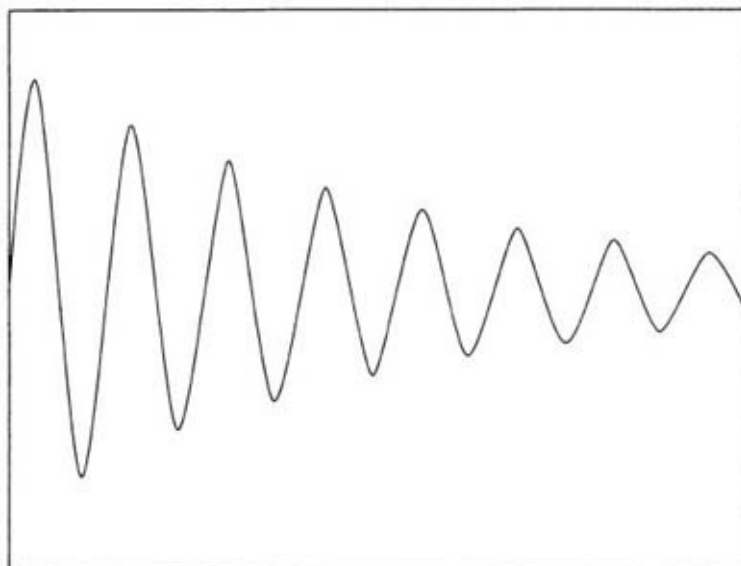


图 3-3 不受力驱动钟摆的时间序列图

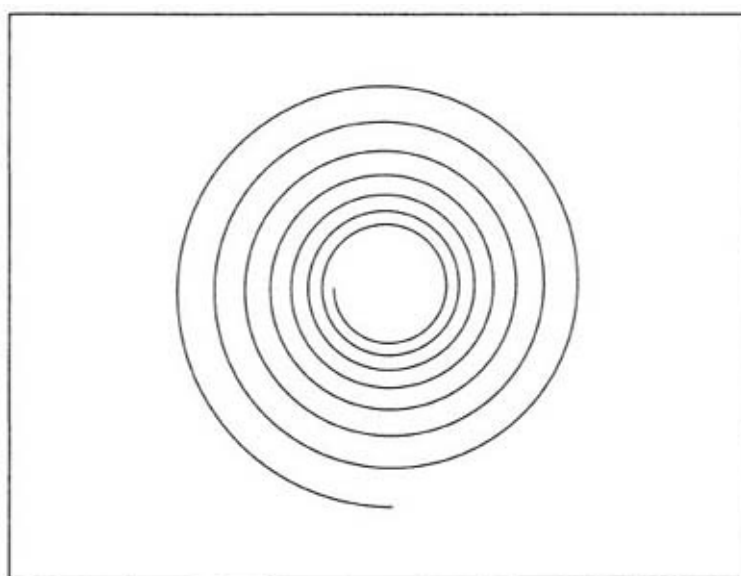


图 3-4 不受力驱动钟摆的相空间图：“吸引力子”

现在来考虑第三种吸引子，也即物理学家所说的“奇异吸引子”。奇异吸引子描述的系统是这样的：该系统的相图既不是一个圆环，也不是螺旋形，而是显现出一些看似随机的轨道：它们既不重复，也没有周期性。然而，它们的运动范围是有限的。换句话说，相图存在于一个有限的空间，

但在这个有限的空间里，有着数量无限的解。

请看图3-5和图3-6。图3-5描述了一个模拟天气系统的时间序列图，它暗示行为是完全随机的，类似典型的股票市场价格图。图3-6描述了相同系统的相图，揭示了一个奇异吸引子。我们还是可以把图3-6看成是时间序列图3-5的侧面图，概述了解析几何图形在相空间的表现形式。

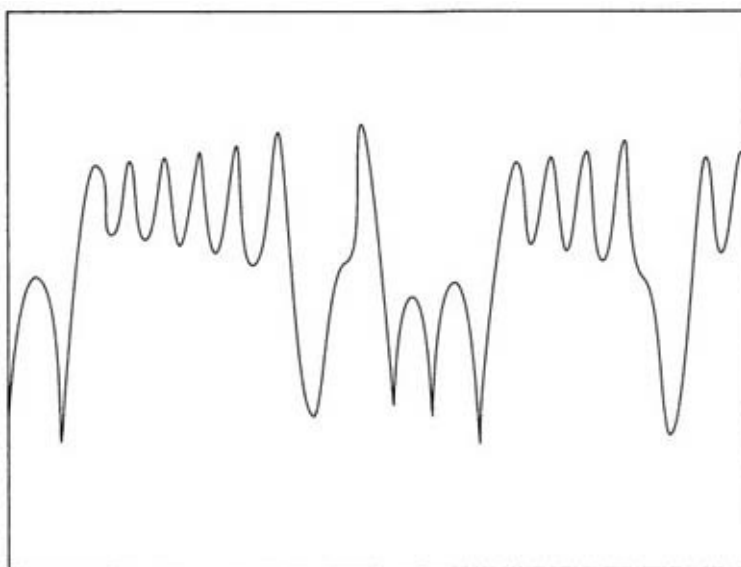


图 3-5 模拟天气系统的时间序列图

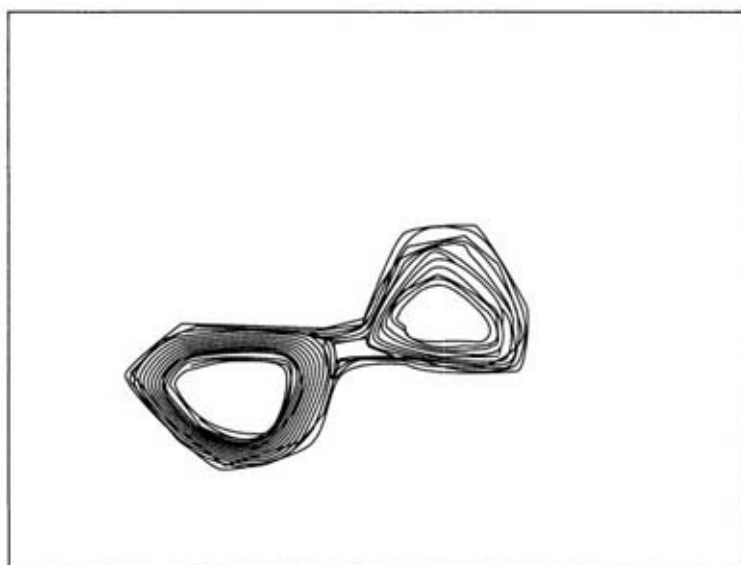


图 3-6 模拟天气系统相图：“奇异吸引子”

极限环吸引子和点吸引子没有表现出对初始条件的敏感依赖性：不管从什么地方开始，不受持久机械力的钟摆总会停在原点（也即它的点吸引子），而受力钟摆则会永远在轨道上循环（也即它的有限循环吸引子）。

包含了奇异吸引子的系统，则对初始条件表现出了敏感依赖性：系统在将来某个时刻所处的位置，是由系统开始的地方（或它之前所在的地方）所决定的。

### 拉伸

相图绘测的是，一个变量相对于其他所有变量的可能值会出现的值，故此，也就描述了一个系统可能出现的所有状态。相空间的维度等于所述系统中的变量数。一个系统是否表现出对初始条件的敏感依赖性，是由所谓的“李雅普诺夫指数”（Lyapunov exponent, LE，因其发现者，俄罗斯数学家亚历山大·李雅普诺夫而得名）所决定的。

李雅普诺夫指数衡量的是一个变量在相空间相较于另一个变量的速度。正李雅普诺夫指数衡量的是相空间的拉伸：一个变量对另一变量的发散速度。负李雅普诺夫指数衡量的是相空间的收缩：系统受干扰后的还原速度。故此，点吸引子和极限环吸引子的李雅普诺夫指数绝不为正，因为这类系统总在收缩。

对点吸引子而言，它的维度总是收缩到一个固定的点上，也即原点；

对极限环吸引子，所有的维度都会收缩到除了因其相对位置不变而创造了整个循环的那一点之外的另一点上（因此李雅普诺夫指数为0）。对奇异吸引子来说（也包括并未对初始条件表现出敏感依赖性的系统），至少有一个李雅普诺夫指数为正，这样附近的轨道上才会存在发散。

创造李雅普诺夫指数的作用是跟信息理论联系起来，确定以二进制计算机语言传递的信息得到正确理解的可能性。它衡量了随着额外比特的信息加入系统，沟通不确定性的增加情况。

为了应用到公共资本市场上，衡量我们对当前条件的认识，人们把信息比特的概念做了重构。举例来说，在股票价格数据（如每日收益）的一段时间序列上，正李雅普诺夫指数指的是信息量或预测力每天的损失。

比如，李雅普诺夫指数是每天0.05，意味着信息在20天以后就变得毫无作用（也即 $1/0.05$ ）。因此，李雅普诺夫指数衡量的是信息在特定时间内做预测的可靠性。

波士顿基金经理彼得斯同样用月度数据，计算了标准普尔500指数（1950~1989年间）的李雅普诺夫指数。他的计算结果是，李雅普诺夫指数稳定等于每月0.024 1。每月的李雅普诺夫指数等于0.024 1，意味着信息的可靠性以每个月0.024 1的速率在衰变，因此，从这一尺度来看，系统的平均周期长度大致等于三年半（ $1/0.024\ 1$ 约等于42个月）。请注意，这一结果跟彼得斯用H指数所做的分析是差不多匹配的。

彼得斯还计算标准普尔500指数（1928~1990年）90日交易数据的李雅

普诺夫指数，此时该指数等于每90天0.098 83。这一结果跟月度李雅普诺夫指数和H分析计算的结果是基本相符的：系统的平均循环周期长度约为4年（ $1/0.098\ 83$ 约等于10个90交易日周期）。基于上述计算，公共资本市场表现出了对初始条件的敏感依赖性，属于混沌行为而非简单的线性有效行为。

## 分形

检验混沌的另一种方法是判断系统是否具有分形维度。有着分形维度的系统不服从欧式几何定律。欧式几何从维度上对自然做了简化和组织：欧氏几何里有点，点没有维度；有直线，直线只有一个维度；有平面，平面只有两个维度；有立体，立体有三个维度。这样的简化其实是试探性的：自然物体并不完全与之吻合。然而，直到分形几何确立起来以前，我们要应付的就只有这些维数。

分形几何是由数学家兼科学家伯诺伊特·曼德勃罗（Benoit Mandel-brot）最初确立的，1993年，他赢得了沃尔夫物理学奖。他观察到，自然物体并不像欧式几何描述的那么简单：“云不是球形的，山也不是锥形的。”又比如，一张纸，折叠有限次之后，该如何把它用欧式几何归类呢？

它不是纯粹的三维，因为它没有固定的形状（它有折痕，有裂缝）。（从数觉的角度来说，它的整个表面并不是完全可分的。）它也不是二维的，因为它有深度。事实上，它的维度介于二和三之间。这一性质使得这张折叠过的纸分形了：它的维度是一个分数（ $2.X$ ）。

对时间序列数据而言，维数取决于数据所属的系统是随机的，还是非随机的。如果系统是随机的，那么来自该系统的数据会表现出这种随机性，并有一个尽可能最大的维数。假设数据写在一张纸上，那么数据的最大维数就是2（也即纸张本身的维度）。此时，数据填满了一个平面。

如果一个系统是非随机的，来自该系统的数据也会表现出这种非随机性，同时体现出分形维度：数据不会填满平面，而是重叠在一起。重叠在一起，表明相互关系在影响数据（也即，使得它非随机）。

随机和非随机时间序列的这些不同特性，可以用另一种不同的方式来理解。比方说，一张折叠的纸，我们一般认为是三维物体，但也可以看做是将一个分形嵌入了大于它自身的维数上。这个较大的维数，就叫做嵌入维数。

分形在放置到嵌入维数时，仍保留着自己的分数维；随机分布却不然。因此，不同于非随机分布，随机分布会填满自身的空间，就像气体充斥了容器那样：气体分散开来，因为它们的分子并不是绑在一起的。当然，这就是前面讨论过的布朗运动的显著特征。

彼得斯计算出标准普尔500指数的分形维数是2.33，他还计算了全球其他股票市场的分形维数，它们无一例外都是分数。日本股市是3.05，德国是2.41，英国是2.94。其实，这就是股票市场并不符合有效市场描述的最有力证据。



## 复杂性

爱因斯坦说“时间在不同的情况下以不同的方式运行”，不妨从这个角度来想想1987年的股市大崩盘（以及其他市场暴涨暴跌的时期）。有一个直观的例子可说明市场崩盘表现出了混沌行为。首先，从非线性的视角来看待市场时间，交易量巨大的时候，时间扩展（加速）；交易量稀少时，时间压缩（放缓）。市场时间具有速度（内在时间）的证据，我们可以从价格的持续性和不连续性上看出。

在混沌理论的描述中，价格的持续性叫做“约瑟效应”，它源自大家都熟悉的圣经典故：约瑟为法老王释梦，说七丰年之后是七荒年。出现明显的牛市和熊市，且持续相当长的时间，就是这一现象在公共资本市场里的体现。

定价的不连续性在混沌理论里叫“诺亚效应”，取自圣经里大洪水的故事。公共资本市场在价格变化上表现出诺亚效应。举例来说，IBM的开盘价是50，收盘价是30。这并不一定意味着在该交易日的某些点上，投资者可以用40（或50到30之间的其他任何数值）的价格买入IBM公司的股票。相反，股票价格的变化是不连续的，这一时刻，它可能以45的价格交易，下一时刻，可能连35都卖不出去了（这种事，短线炒家见得很多，下一章我们会做进一步的讨论）。

价格持续性（约瑟效应）和不连续性（诺亚效应）的交替存在表明，

自然的顺序时间——线性概念——并不是衡量公共资本市场现象的最准确计量尺度。当价格不连续性（诺亚效应）占优势时，市场会出现大幅波动，市场定价相对不稳定，因为内在时间和交易活动比自然时间和信息收集要快。当价格持续性（约瑟效应）占主导地位时，价格相对稳定，因为内在时间跟自然时间大致相等甚至稍慢。

时间的内在速度可能跟自然时间的速度有所不同。价格变动甚至会先出现于信息变化。投资者和其他市场参与者既不完全吻合合同质期待的线性假设，也不同于噪声理论里的普遍不理性假设。

相反，投资者有着多种多样的期待，这些期待有可能是理性的，也可能是不理性的，它们可根据若干变量来界定。在这些变量里，最主要的一条是投资者设定的投资时间范围，有些非常短，比如短线炒家；有些非常长，比如中央银行。

不同时间维数的值域造成了约瑟效应和诺亚效应、价格的持续性与不连续性，造成了过早或过迟的信息调整。短线炒家对新信息的反应更快，长线投资者的反应较慢。因此，信息的变化不会带来价格的等比变化。事实上，要是短线炒家的数量远远超过长线投资者，波动性会增加。

由此造成的变化构成了新信息，此时，还是根据离散时间维数的范围，价格再次发生了一轮变化。光是多种多样的投资者和时间维数就够复杂了，金融市场的愈发全球性，把情况变得更复杂了：消息本身是动态的，一般24小时里就能传遍全球，影响到东京，接着又来到伦敦/法兰克

福，紧接着来到纽约，然后继续绕着地球跑。

在这样的现实里，市场面对信息做出及时且毫无偏差的调整，显然叫人难以相信，可这也不一定就说，市场所有的事先或事后调整，都是非理性的噪声交易造成的。理论上，在完全竞争市场中，增量信息的变化应该会使价格发生成比例的变化。

但信息变化并不会带来成比例的变化。从混沌动力学的角度来看，这些不成比例的变化可以看做最初测量误差导致价格随时间推移产生指数倍变化的结果（类似冰球和蝴蝶效应的例子）。

## 行为金融学

这些系统的复杂性和价格黏性不仅为怀疑有效市场理论提供了新的原因，也为人们观察到的股票价格非线性依赖性以及可能存在的混沌现象提出了一部分的解释。毫无疑问，它们表明市场行为比有效市场理论说的更复杂。这对市场有效是个坏消息，对承认现实的投资者却是个好消息。

经济学家在解释一部分的市场过程时，有效市场理论仍然是很有价值的——公共资本市场的交替性，或许既包括了随机因素，也包括了非随机因素。但是，这里的部分有效性，不管什么时候都不能理解成是“相对有效”，“合理有效”，“充分有效”，或者“比无效要有效”——1987年股市崩盘动摇了人们对有效市场理论的信心之后，该理论的好些追随者不得不做出如上的争辩。

1987年以来，各大院校的新一代的经济学家也开始对有效市场理论发起挑战。耶鲁大学的罗伯特·席勒首倡了一门名为行为金融学——涵盖了经济学、心理学、生物学、人口统计学、社会学和历史等多个领域——的新学科，向有效市场理论的数学基础提出了怀疑。

行为金融学的开拓者们找到了大量证据，支持了巴菲特的两大常识性主张。其一是，股价的短期高低起伏，分开了价格与价值，可从长期视野来看，价格必定要跟价值挂钩。正如哈佛大学的安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）对此研究总结道：“相对于资产或收益有着非常高估价的股票（成长股或热门股），往往是过去几年有着超高收益增长率公司的股票，将来会赚取相对低的风险调整后回报，而估价低的股票（价值股）则赚取相对高的回报。”

第二是，证据显示，就长期而言，投资后一种股票（“价值股”这个标签虽然不怎么对，但对简化讨论倒挺有用）能带来优厚的回报。根据测量，施莱弗和同事们整理的证据表明，从长期看，“价值股”比“成长股”每年的收益要好上8%~10%。

早在1981年，席勒就指出，股市的价格太不稳定，根本不吻合有效市场理论。当时，因为他的这番言论，席勒的同行们简直对他“恨之入骨”。但他的研究站住了脚，并吸引到了一小群同道中人，包括前哈佛大学教授、后成为美国财政部长的劳伦斯·萨默斯。席勒检验了价格变化和其后股东分红之间的关系，他发现，现金流异常平稳，而价格变化则很不规律（上下波动）。

席勒和他的同事约翰·坎贝尔意识到，价格变化是基本信息的变化以及对现金流的未来趋势不确定所致。可即便考虑了这些因素，席勒和坎贝尔估计，美国股市每年的收益波动，只有27%从基本信息变化的角度看是合理的。坎贝尔又和约翰·阿姆跟进了这一研究，采用了更新的数据，将这一估计值减少到15%。

市场在某些日子可能是相对有效的，但并非所有日子都如此；又或者，它对某些股票相对有效，对其他股票却又不然。这些研究里提出市场只有15%~27%有效，哪怕我们退后一步，说有效市场理论80%都是对的，可就这样拿市场有效作为管理或投资方案，也错得太厉害了。巴菲特总结说：“说市场经常有效，这样的观察是对的。”可是，市场有效理论的信徒们“进而得出了不正确的结论，说市场总是有效的。这两个命题之间的区别，就如同是白天和黑夜的区别”。这个白天和黑夜的区别，就是格雷厄姆和巴菲特必须意识到的东西。他们两人对用数学解释市场并不热衷，只不过，他们都认为有效市场理论解释不了所有的市场行为。

对于当代经济学家钟爱建立有效市场理论，并把数学模型跟股市挂钩的倾向，巴菲特引用了查理·芒格的一句名言来形容：“有人手里拿着铁锤，就觉得所有的问题看起来都像是钉子了。”格雷厄姆则用亚里士多德的说法：“能判断特定主题在本质上存在多少的精确性，这是人们受过教育的标志。接受数学家给出的不确定结论，要求演说家给出严谨的论证，是同等的不智。”

格雷厄姆得出的结论是：“金融分析师的工作，处在数学家和演说家之间的某个地方。”较之有效市场理论的信徒，行为金融学的先驱者们占了一个更好的位置来寻找这条中间道路，但他们承认，理解投资者和市场，他们仍有很长的路要走。我们在下一章将会解释，这桩任务非但没有变得简单起来，反而有可能越来越难了。

## 第4章 波动性的增强

不管是有效市场的故事，还是混沌市场的故事，都不是对市场行为的全面阐述，但它们也并不存在互相排斥。相反，它们描绘出了一个连续统一体的两个端点，一端是完美定价，一端是价格与价值的严重偏离。处在该连续统一体边缘的这两个极点，是价格波动性的函数。价格波动性既可以把价格拉向价值（也即走向市场有效状态），也可以把它们拉开（也即市场无效状态）。

市场行为，到底有多大程度吻合有效市场的故事，又有多大的程度吻合混沌市场的故事呢？很难衡量。依照乐观估计，有效市场理论能解释过去几十年大概80%的股票市场行为，可这里有一个重要的问题：未来吻合它解释的市场行为，会占多大的比例呢？要回答这个问题，我们需要想一想价格波动性的源头，并判断这些源头是朝着更有效的方向发展，还是朝着价格——价值更加背离的方向发展。

导致价格偏离基本价值的波动根源如下：①市场参与者在交易时使用的信息质量；②受交易影响的行业市场很复杂；③市场参与者的纪律性。随着在线和计算机交易的兴起、遍布整个互联网的噪声信息泛滥涌动，我们大概可以有把握地说：短线炒家会让市场躁郁症走向越来越严重的两极失调状态。有效渐衰，混沌却方兴未艾。

## 信息波动性

股市波动性的第一个源头跟信息变化有关。信息波动既有一个正向（有效）维度，也有一个负向（无效）维度。

市场波动的有效维度指的是，市场能轻松地根据公司基本信息的变化，让价格发生变化。这些信息改变了与该公司未来业务前景相关的不确定性。举例来说，美国最高法院宣布，美国食品药品监督管理局(FDA)没有监管烟草产品的权力，此时，烟草股票的价格变化，就反映出了对监管环境更大的确定性。

这种类型的波动性，是任何市场所固有的。它反映了一个简单的事实：股票市场价格是衡量现金流对股东未来价值的尺度。这一尺度内在的不确定性，意味着有效市场的价格总会在对价值的最佳估计值附近徘徊。但随着信息的变化，有关该价值的不确定程度会变化，价格也会发生相应的变化。

我们很难有理由相信，这种正向信息波动现在比10年前或更久以前变得更好了，或者更坏了。一方面，随着全球化、新技术的普及和迅速变化，企业商业价值的不确定性变得更大了。20世纪90年代末和21世纪初股票价格的大幅波动，有一部分可能就在于这种业务波动性的变大。另一方面，人们有了更优越的工具来衡量、管理业务和财务风险，适应这些新的变化。因为好坏因素相互抵消，所以，尚无根据判断正向信息波动将来会



变得更好还是更快。

负向信息波动性有另一个故事。有些交易是建立在与企业基本价值无关或不准确信息基础上的，这类交易构成了信息波动性的无效维度。负向信息波动性包括历史悠久的财会造假（第9章会做讨论）以及其他旨在支撑股价为目的的手法（如回购股份，第13章会做讨论）。但这些问题貌似并不比从前更严重，当然也说不上有所减轻。基于裙边效应或超级杯效应的古怪交易策略，也属于负向信息波动性，不过，这些策略倒是变得越来越时髦（也越来越愚蠢）了。

基于不成熟信息、毫无根据的谣言和投机预感、希望、美梦和谎言所完成的交易越来越多，这会加剧负向信息波动性。信息传播方式和速度的变化，在带来了大批高质量信息的同时，也造成了低信息的泛滥。负向信息波动性扩大，导致价格与价值的偏差越来越大。

在传统经济下，有效市场理论看似正确，一部分是因为市场消化的信息，质量比新经济交易环境下要高。主流媒体发挥的重要过滤作用，给传统经济新闻带来了益处。《纽约时报》、《今日美国》、《华尔街日报》和其他名报名刊传递的信息和新闻，一般是靠得住的，因为它们顾惜自己多年的名誉，有高素质的记者，会对信息加以专业的审查。

现在，你仍然可以从这类媒体上获得筛选后的新闻报道，但在你得到这类信息之前，未经过滤的信息早就放了出来，让前者变成了垃圾。从早报和晚间新闻里获得经核实信息的日子几乎一去不复返了。美国人一整天

里都不停地接受信息，报纸、广播新闻、永不中断的有线新闻节目、互联网报道，同事们和朋友们唯恐你错过而转来的谣言电子邮件“新闻”。

“及时新闻”的泛滥，扰乱了新闻原有的循环模式。记者从前是在24小时的新闻周期里工作，他们对信息加以收集、研究、采编，之后再印刷出来，现在却是人一到场就开始发布结果。报社记者根据今天的市场行情，以及所有其他新闻出口——有线电视新闻、互联网和传统媒体——流出来的消息播报明天的故事。

可等这一轮新的新闻循环完成之后，报纸上实际登出来的新闻要么成了过时货，要么是没刚发现时那么重要了。为了追求速度，牺牲了新闻的质量。在这个世界里，你能更早得到数据，但你得到的方式跟老式新闻循环下的记者们一样：没有筛选过的一堆草稿。

2000年8月，光纤通信设备制造商Emulex股价暴跌20亿美元，就是这些力量在背后搞鬼。主要的新闻机构，包括彭博社、道琼斯和CBS、Marketwatch.com，发布了一条消息：Emulex的CEO宣布辞职，并打算重新汇报前两年的收益。事后，人们才知道这是一条假消息。设计骗局的是一家新闻机构的前雇员，他知道如何在互联网上发布消息，而那些一心想着爆猛料的组织正好上了当。这起骗局除了搞垮了Emulex的股票，还连累无数其他光纤公司的股票价格跳水，大量纳斯达克的上市企业都受了影响。

经纪公司的网上播报也是负向信息波动性的一个源头。大型券商的分析师越过了传统新闻媒体，直接在自己的网站上发布视频信息。他们对市

场情况发表意见，要人关注他们青睐的股票。大多数券商承认，自己不是在报告新闻，但他们说，这是在提供信息。投资者在接收数据时往往忽视这之间的区别，根据它进行交易，却没有意识到这不过是券商的营销手段，并不是受中立性约束的传统记者审核后发布的消息。

但负向信息波动性的最大源头，还要数肆无忌惮地在网上，尤其是论坛和聊天室里发布未审核消息的大小网站。在网络论坛上散布消息很容易，而且大多数时候是匿名的，所以说，网络论坛和大多数只发布信息和新闻传播的渠道不同，它没有任何的过滤性。如果说有效市场理论中市场无所不能的说法叫人很难相信，那么，到了现在，任何人都有能力同时向其他数百万人公开或匿名地散布谎言、谣传、蓄意捏造的假消息，这个概念可谓是荒诞到底了。

随便哪一天，四家最大的投资论坛——雅虎、Silicon Investor、Motley Fool和Raging Bull——都涌动着超过3万条信息。这些论坛供应商没有哪一家会根据准确性筛选信息，帖子张贴之后就没人管了。它们还都允许发布匿名信息，发帖人想用多少个不同的名字都行。

连买杯咖啡的钱都用不了，任何人都可以找家网吧登录，在诸多便利匿名发帖、难以跟踪的服务（名字挺可爱，叫“匿名代理服务器”）里选上一种，针对某家公司（或者任何话题），想说什么就说什么。美国证券交易委员会会派调查员定期浏览网站，寻找潜在欺诈信息，也有些公司看到谣言满天飞时会想要解决一下，但这些努力并不能保证你读到的东西真的有价值。

风言风语——也就是传了没多久很快就消停的互联网帖子——要算是负向信息波动里最轻微的形式了，但这些谣言同样对股价有着突出的影响。2000年年初，网上有些毫无根据的说法，说巴菲特的健康状况出了问题，伯克希尔·哈撒韦公司的股价便因此受了影响。1996年，谣言满天飞，说刚推出了“舒伤风”（Cold-Eaze）感冒药的奎格利药厂，其管理层是一伙黑帮分子：公司的股价立刻从37美元跌到了10美元。Cirrus Logic公司总裁兼CEO迈克尔·哈克沃思的遭遇更加出格了，他上雅虎网站，看到有消息说他“久病过世”。

动机比风言风语更险恶，对股价影响更大的是故意欺骗。骗子采用一系列古老的欺骗手法，以极低的成本在互联网上行骗，这么做，被发现的概率是极低的。垃圾邮件就是骗子行骗最廉价的方式。花上几百美元，垃圾邮件制造者就能买到软件，从网上采集到数万个电子邮箱地址。一份电子邮件发送列表轻而易举地就设计好了。再多出点钱，比方说10 000美元吧，垃圾邮件制造者就能买到包含了数千万地址的邮件地址。接着，他们会伪造各种消息，发送到这些邮箱去。

偶尔，这些垃圾邮件制造者也会给逮到。有个家伙就落了网，他发了上百万封垃圾邮件，为两家公司的股票招揽生意，自己也收取一定费用。此人并未泄漏自己的真实身份，也没有交代是谁出钱让他到处散布这些信息。1998年10月，美国加州的一家法院对此人处以罚款，禁止他再做此事。还有一件类似的案件，有个刚出狱的惯犯，身上还背着证券诈骗的缓刑，一口气发了3 000万封垃圾邮件，散布有关他公司的消息，想要把股价

抬高，好筹钱偿还从前被自己欺骗的受害者！新一轮金字塔骗局开始了！

还有一种更复杂的垃圾邮件技术，它会隐藏电子邮件的来源和发信人的身份，让邮件显得像是误发给收信人的样子，叫收信人觉得自己“偷听”到了别人私下沟通的小道消息。2000年年初有个案子，两名男子被指控犯有证券欺诈罪，他们给美国在线的用户发了10万多封电子邮件，捏造了几家小公司的消息，“赚”了100多万美元。这几家小公司，是2000年年初网络狂潮时众人垂涎欲滴的对象：没有收入，没有利润，大多数甚至没有持续的业务。另外很多案子是这样的，垃圾邮件制造者把发件人地址乔装打扮，这样，在收信人眼里，这封信看起来就像是大型投资银行董事会的内部备忘录，里面包含了若干股票的“内部”信息。

其实，所谓的“小道消息”从来都靠不住——不管是从住对面的邻居嘴里听来的，还是从理发师、牙医那儿听来的。一流的投资家菲尔·凯睿建议，要像躲瘟疫一样躲开这些东西；撰写交易市场编年史的埃德温·利费夫敏锐地评论说：“华尔街的专业人士都知道，靠‘内幕消息’操盘叫人破产的速度，比饥荒、瘟疫、庄稼歉收、政策调整或者任何一种正常的‘意外事故’都来得快。”格雷厄姆说得更简洁：“免费给的建议，多半不怎么样。”

但网上传布的这种新型小道消息，有些不同于以往的特点：造谣的人、听信谣言的人、照着谣言做的人都比以往更多。传统的欺诈手法搬到网络上之后，不光是有可能上当的人的范围扩大了（罪犯收到的票子自然也更多了），而且，张贴到大量的经济类讨论版和聊天室之后，它们带上了特殊的分量。这是因为论坛和聊天室经常能在参与者里制造出一种互助

友爱的精神，用户们容易对彼此产生信任，相信对方说的话。

如今网上的最经典骗局是“拉高再抛售”，骗子们这一招已经耍了很多年。例如，早在1996年10月，有个庄家按每股1美元左右的价格买入医疗公司Omnigene Diagnostics的股票，接着就到美国在线的论坛上发了一大堆谎话帖子，说这家公司的股票是大热门，价格很快会涨起来。短短6个星期，该公司的股价冲到了将近7美元，这位庄家此刻抛出股票，非法地大赚了一笔。直到该公司的一位员工到公司自己的网站上把所有的操作和财务问题全都公布出来，谎言才被揭穿。美国证券交易委员会下令暂停该公司的股票交易。等它恢复交易之后，股票的成交价回落到了“拉高再抛售”骗局开始前的1美元以下。

还有一个较近的例子。1999年11月一个星期五下午，比佛利山有3个20来岁的年轻人用几分钱一股的价格，买了一家破产商业印刷公司NEI Webworld 50 000股的股票。接着，整个周末，他们都在加州大学洛杉矶分校的计算机上，到三大最热门的金融论坛——雅虎，Raging Bull和Freerealtime——“盖楼”。他们贴了差不多500条假消息，说这家一钱不值的公司马上就会有人来收购了。星期一上午一开盘，在谎言的推动下，NEI的股票飙上了每股8美元，当天最高的价格甚至到了15美元，三人帮此刻立即出手，把手里的股票卖了，净赚将近364 000美元，之后，这只股票马上又跌回了几分钱。

目睹如此骗局，证券交易委员会和加州的律师署跳了起来，几天之内，就确认了骗子们的身份，以违反《联邦证券法》（就交易证券编造重

大谎言）起诉了他们。证券交易委员会揭发了充斥互联网论坛和聊天室的大量谬论，说它们的价值比路边的涂鸦还不如；《华尔街日报》也断言，有些垃圾消息比真正的垃圾还糟糕，这说得一点儿没错。

说到著名的互联网骗子，“Yun Soo Oh Park”要算其中最臭名昭彰的一个。此人又名“东京乔”（Tokyo Joe），2000年年初，证券交易委员会指控他犯了民事欺诈罪，在自己的网站上发布误导性的投资消息。证交会说，1998~1999年期间，东京乔使用冲销策略，买入股票，在自己的网站上为这些股票大说好话，之后等大众买入带动股价上涨后再将之出手，如此赚了数十万美元。

耍这些把戏的，甚至不止靠负向信息波动性赚快钱的骗子。早在1999年，PairGain Technologies公司的一名员工在雅虎网站上发了一条消息，把用户链接到伪造的彭博社新闻网页上，上面捏造了个故事，说PairGain马上就要被收购了。因为这个“消息”，公司股票价格高涨，尽管造假的人并没有从此事里赚取任何金钱，仍被判了5年刑。

要识别网络骗子是很难的，而且，你也没法指望当局发现新骗子之后真的会严加惩处。2000年年初，证交会发现4个乔治敦大学法律系的3年级学生（还有这几名学生之一的母亲，她碰巧是科罗拉多州斯普林斯的议员！）在自己的网站上靠“拉高再抛售”的骗局非法获利近35万美元，但这一回，证交会居然和骗子们“和解”了。不入狱，不罚款，甚至无须上缴非法所得的赃款。骗子们只需答应下次不再犯了就行。

在一个人人都能轻松买卖股票的世界里，耍“拉高再抛售”的把戏很容易，耍“压低再买入”的把戏也是小菜一碟。压低股价的人靠卖空得利，他今天买入股票，答应按之后肯定会出现的一个价格付款，所以，当股价下跌，他就好处落了腰包。他散布虚假谣言，说公司销售额下跌，为种种问题所困扰。于是，股票价格大跌，骗子以低廉的价格买入，等人们发现一切都是空穴来风，股价涨回原价位的时候，他再卖出。发布Emulex假消息的人，正是打算这么做。

骗子们居心叵测、厚颜无耻，当局监管不力、执法不严，这些姑且不论，中招者的没脑子实在罪无可恕。举例来说，哪怕是个中学生，也能上证交会的网站或者其他可靠的数据库去查一查NEI公司的情况，这样，谁都能立刻发现它早在一年前就申请破产，它在达拉斯总部的电话号码已经作废，它也没有任何的资产，不再开展任何业务。可仍有那么多人会根据网上的胡言乱语，一点儿不去了解公司的基本业务状况（管理层或其他财务信息就更不用说了），就买了它的股票，这可真叫人吃惊。

说到中学生，这儿还有件好玩的事儿：有个高中生把在网上搞证券欺诈当成了课余爱好，而那些理应懂得更多的“大人”们却输了25万美元给他。这孩子14岁的时候就开始骗人了，他在聊天室和论坛里发布了上千条假消息，提及了9家莫名其妙的公司的股票，然后设定自动交易，等相关股票涨到虚高的价格立刻卖出。他对自己的罪行不置可否，不承认，也不否认，但他向证交会保证再也不做这样的事，并退回了骗款（可也无须缴纳额外的罚款）。



诸如此类的荒唐事，还有更多没能曝光的案例，表明负向信息波动性在急剧增多。显然，它们不属于市场有效的证据，更不能证明市场正朝着越来越有效的方向走。相反，它们有助于解释第1章里提到的市场躁狂症，它不时地在贪婪与抑郁的两大极端做大回旋。这些事情，能发现、管制的很有限，加上公众又是这么轻信，所以，在未来它们会继续折磨、困扰着市场。

有一点可以保证，还有很多其他的骗子在市场上捞偏门的快钱，而且，他们这么做还会导致负向信息波动性。这对市场有效理论来说是个坏消息，但对身为投资者的你来说，它们也没有那么糟糕，当然前提是你足够聪明，避开“拉开再抛售”的把戏，并巧妙利用因为这些人肮脏手段导致的价格与价值加速分离。

## 交易波动性

股票价格波动性的第二种源头跟交易有关，这是市场交易形成价格的方式所导致的。任何一方都不可能单独采取行动，确定一只股票的价格。股市上的股票价格，是交易员们下单聚集到一起产生的结果。订单怎样聚集在市场上来确定价格呢？这是一件我们必须知道的重要事情，可惜经常被人忽视。

像纽约股票交易所这类传统市场上的交易是这样开始的：客户指示经纪人买入股票，就比如说以50美元的价格买500股戴尔。经纪人在有许多交

易员忙碌的交易大厅接受订单。如果大厅里有另一个经纪人刚好接到客户以50美元的价格卖出100股戴尔的订单要求，这两人就可以帮客户交换股票。这不会导致价格的变化，当然也不会产生交易波动性。传统交易所很少发生这种完美的买入卖出情况（纳斯达克也一样，纳斯达克和传统股市的主要区别是，前者的交易匹配大多靠计算机完成，而不是靠交易所里真正的人来处理）。

现实中，买卖双方是在不同的时间向经纪人下单，他们想交易不同数量的股份，想以不同的价格买入或卖出。这时，客户要等到有人愿意按相同的条件进行交易，或是让市场里的其他人接手这笔交易。这个“其他人”，在纽约证交所叫做“做市商”，在纳斯达克上叫“交易专员”。

要是经纪人找不到另一位经纪人准确交换客户的订单，这些中间人（做市商和交易专员）就接下这桩交易，这样，经纪人就不用一直等着合适的下家来。中间人替他们等，在买卖双方到达之后买入卖出股票，把市场做起来。

中间人提供这项服务来赚钱，靠的是以较低的价格（称为出价）买入股票，以较高的价格卖出（称为要价）。买入价和卖出价之间的价格差，就叫“买卖价差”。这时买方和卖方为无须等待所支付的价格。

买卖差价还弥补了做市商接下股票，好让其他人不必多等所承担的风险。做市商为股票做市，意味着他要承担自己或他人估价出错的风险。做市商的做市价，有可能高于股票的基本价值，也有可能低于股票的基本价

值。

如果他们的做市价低于股票的基本价值，来捡便宜的买家会更多。可一旦买家来了（并按要价掏腰包），股票的价格就上去了。这样，做市商按要价卖出的股份会多于按出价买入的股份。这样一来，为了做市，有可能需要买进更多股票，再次抬高了价格。如果买卖价差太小的话，做市商就会亏损了。

应对这一风险，做市商的办法是拉大买卖价差——提高卖给买家的价格，或是降低从卖家手里买入的价格。股票价格的交易波动性就来自买卖价差的这类变化。这是一种不受欢迎的波动性，因为它不是股票基本价值的变化导致的，而是由于做市商想要避免估价失误（如前所述，订单来自不同的时间，有着不同的要求，出现这种失误几乎是不可避免的）带来的损失。

做市商对订单流的变化做出反应，同样对造成交易波动性。要是买入的订单多于卖出的订单，他们会提高出价和要价的叫价。他们这样做，是因为他们必须假定，订单的不平衡反映了股票基本价值上的变化。如果他们猜对了，提高叫价就反映了正向信息波动性（也即价格向价值靠拢了）。可要是他们猜错了，他们的出价就背离了股票价值，而这一变化又导致了交易波动性。

电子计算机网络(ECN)的兴起，向传统交易所施加了监管和经济上的压力，要求它降低做市所造成的交易波动性。ECN只需要坐在电脑屏幕前

交易就行了，无须通过经纪人、交易员和做市商。这种电脑技术的便捷性和透明度，让交易能像本章举的第一个例子（也就是两个经纪人交换了各自客户的订单，等待时间很短，甚至根本不用等待）里那样飞快地得到处理。

每个客户把自己希望做的交易贴上ECN的屏幕上，比方说，有个客户想用50美元的价格买入100股戴尔，另一个则想以相同的价格卖出。一旦买入单的价格和卖出单的价格匹配上了（如此例），那么交易就自动完成。中间人消失了，而价格是直接由订单双方在市场上碰头所形成的。故此，ECN能够降低因做市商所要买卖价差导致的交易波动性。

然而，要是某笔ECN订单的价格不匹配，它就会跟交易专员和做市商的买入卖出叫价一起贴在电脑上。订单匹配不了，意味着一种天然的“订单失衡”，电脑也没办法。此刻必须有个中间人来插手买入或卖出，消除这种失衡，把市场维持起来。

就算理论上ECN有可能消除因中间人索要买卖价差所导致的交易波动性，除非行之有效地把市场关闭，否则也实现不了。因此，哪怕ECN的确能减少交易波动性，但没可能完全消除它。此外，我们还有一些理由相信，ECN甚至不能减少交易的波动性——这取决于市场形成的方式。

在20世纪90年代末到21世纪初，ECN的激增撼动了市场交易。这个市场的带头人是Island和Instinet，它们两家都在这种电脑交易里做着很大的买卖。它们所得到的业务，就是传统交易所，以及传统交易所的参与者们——

经纪人、交易员和做市商——没能得到的业务。对传统经纪公司人来说，因充当股票交易专员和做市商所得到的特权价值岌岌可危了。而对ECN平台的主持者，以及靠着使用ECN平台获得更多订单流的在线及折扣经纪人来说，要争抢的则是整个平台创造的新兴特权价值。

因此，毫不出奇，ECN这种替代交易场所的急速发展，使传统经纪公司和新兴经纪公司在证交会及国会上展开了激烈的争辩。各门各派念诵的都是同一条经文，只是说法稍有不同：我们的目标是帮助投资者在每次交易时获得最好的价格。

传统经纪公司说，完成让客户获得最好价格的目标，最好就是让价格信息有着单一的来源，所以它们提出，要有一个集中的订单中心，所有的订单都张贴在那儿，这样才能叫各方参与者帮助客户获得最好的价格。ECN和在线折扣经纪公司则说，如果不同的公司之间存在大量的竞争，你才能得到最好的价格，所以它们提出，要一个分散化的系统，系统里有着大量不同的下单中心。在这场争辩中，纽约证交所和纳斯达克是一个阵营，ECN的主要带头公司Instinet和Island站在另一个阵营。这两个阵营的整合谈判透露出来自方方面面的压力。

这样的环境是没法消除交易波动性的。不仅如此，计算机系统大量使用所减少的交易波动性，很有可能为市场交易的另一种发展所抵消：股票价格的报价是以“分”为单位（“十进制定价”）的，不再是从前的1/8或1/16（分数定价）。

从理论上讲，十进制定价是有助于价格跟价值相吻合的。假设说有种股票，每股价值50.03美元。在十进制定价系统里，它的报价就是50.03美元，而在分数报价系统里，它的报价大概是50美元整，或者50.06美元（也即50又1/16美元）。

出于同样的原因，十进制定价也有缩小买卖价差的效果，但它同时也意味着价差变化得更为频繁，这本身就是交易波动性的成因之一。转向十进制定价对交易波动性的增加程度，或许比不上ECN兴起而使交易波动性减少的程度，但平心而论，ECN兴起所减少的交易波动性，对提高市场效率的作用相当有限。

引入24小时交易制度后，事情就变得更加复杂了。比如说，星期三之后就放长假，那么交易时段暂停，市场波动性会趋缓。不过，市场狂泻有时会发生在周末连续休息两天后开市的那个星期一。因此，很难说清连续交易到底会提高还是阻碍市场效率。但这里有一段历史教训告诉我们，阻碍作用可能更大。在19世纪60年代，纽约曾设立过晚间交易所，证券交易所白天照常开市，到了晚上，股票和黄金交易转到夜市继续进行。这种做法只持续了几年，后因造成惊人动荡的投机泡沫而废止。

不管ECN在减少交易波动性上到底有多大的价值，它本身带来的第三种波动性也把这令人怀疑的优点给抹杀了。ECN的兴起，意味着交易和获取价格的地点越来越多。对投资者和交易员来说，这意味着交易股票有了更快速、更廉价的方法，佣金更低，交易执行速度更快，收市后交易更多。这推动了资本的民主化，听起来很不错，可真的是这样吗？

凡是知道点沃伦·巴菲特的人都知道，最优秀的投资者会把自己看成企业的所有者，他们不会觉得自己拥有的只是一堆可以买卖的纸片儿或虚拟空间什么的。但当现有业主和新股票持有者提出的股票交易报价激增，使人们对价值的关注时，这种心态是难以为继的。

这么做的人越来越多，这么做的地方越来越多，由此带来的心理影响也就越来越大了。诚然，这些交易不管是发生在数千个不同的地方，还是发生在同一个地方，造成的心理影响都是一样的。于是价格就离商业价值越来越远。讽刺的是，不管是在什么样的制度下，这种波动性都存在；只不过，ECN的兴起，潜伏着一种更大的危险：交易者的波动性。

## 交易者的波动性

出于无关企业基本价值的目的而做成交易时，交易者的波动性就出现了。这一类的交易驱使价格更多地跟交易者的动机挂钩，而无关公司的商业价值。

使得价格与企业商业价值脱钩的交易决策范围很大，其中包括：交易者因为一些明显的经济原因进行交易，比方说要“重新平衡”投资组合；为满足个人需求或欲望卖出股票，如为了孩子的教育，为了改建厨房等。这里面最声名狼藉的一种，是出于投机和赌博的目的做短线交易。让我们就从这最后一点开始说起吧。

短线交易通常不以企业的基本价值为根据，而是看动量指标、板块轮动以及诸如此类一些荒谬可笑的技术性策略。如果交易建立在这些东西的基础上，必然会偏移价格。这一类的偏移，跟价值毫无关系，却进一步拉宽了价格与价值之间的差距。市场先生的高峰与谷底渐行渐远，孕育了非理性的繁荣和绝望。故此，短线交易是资本市场上最恶劣的发展倾向，完全无助于维持有序或理性的市场，更别提有效的市场了。

不少短线炒家说不定是完全理性的人，可也有很多人并非如此。心理失常能上新闻头条的不多，所以，上了主流媒体头版头条的短线炒家，就很值得我们注意了。举个最扎眼的例子，1999年夏天，亚特兰大有个短线炒家因为在炒短线时大亏一笔，拿枪射杀了9个人，接着开枪自杀。还有个44岁的原本很顾家的男人，竟提前退休，拿着家里78万美元的积蓄杀入股市炒短线，后来还打算谋杀妻子（最终锒铛入狱）。

这些倒霉家伙的故事，很难说得上表现了什么高度的理性，相反，他们可悲极了，但他们绝非孤例，也并非心理失常。2000年年初，参议院下属的委员会就短线交易举行听证会，还发表了一份报告，列举了这一行里存在的诸多问题。报告的重点是支持短线交易的行业，它强调加强行业风险的披露，要对从业者实行许可证制度，交易者必须满足最低的财务要求。但它同时也简明扼要地指出，短线炒股并非精明之举。

该报告最具说服力的结论是：75%的短线炒家赔钱，典型的短线炒家每年要挣11万美元才能打平成本！这个数字十分惊人，但这套说法并不新鲜。早就有经典的研究指出，要是有人想跟市场打时间差，利用它的波动



快速买进卖出，那么，他必须在70%的时候都踩准了点儿。你知道有谁能一贯地表现这么好么？在棒球比赛里，就算是一流的击球手——比方说罗德·卡鲁、乔治·布雷特，甚至泰德·威廉姆斯——击中率最多也不过是0.400呢（相当于40%的时候“踩准了点儿”）。

交易者波动性另一个同样重要的（可能在性质上稍微好一些）来源是“恢复平衡”的做法。讽刺的是，这种做法的主要倡导者是那些使用当代投资组合理论、信奉市场效率的人。“恢复平衡”大体上是这么操作的：假设一开始你有10只股票，每只都按你投资组合总成本的10%购入。有些股票价格上涨了，有些下降了。“恢复平衡”论者说，过一年（或者相隔任意一段时间）之后，看看新的价格。比方说，有5只股票涨了，5只下降了，大家的涨跌幅度一样。此时，在你的投资组合里，5只股票构成了你资产总额的75%，另外5只构成25%。“恢复平衡”论者说，你应该把75%那一组里的股票减少一些，降低它们在你总持有量中所占的比例。

这大概算得上是最愚蠢的投资指南了，可又十分普遍。你把表现相对出色的股票给卖了，却留着那些表现差的。为什么你会这么做呢？

它有可能是理性的，但绝不是出于所谓投资组合失去了平衡这个原因。如果你审查了公司的业务基础，认为它们不再满足你继续持有的要求：价格远远超过了价值；还找得到其他价格低而价值高的好机会；经济特征恶化了，或是管理层换上了更糟糕的人手……那么，卖掉表现好的股票是合理的。

著名的投资者杰拉尔德·勒布给出了跟“恢复平衡”一说相反的意见：“要是你想卖掉一部分的股票，一定要跟自己的情绪性倾向对着干，你得先卖掉亏损的、利润少的或者完全没赚钱的那些。总之，先出手那些最糟糕的股票，把最赚钱的好东西留到底。”这样的意见挺难照着办，尤其现在的投资顾问跟他的看法又不一致。

和勒布一样，彼得·林奇也认为“恢复平衡”的普遍做法太没道理，他说这就像打理花园的时候，给杂草浇水，却把鲜花给拔了。从这种没道理的园艺工作里得到好处的，不是“恢复投资组合平衡”的投资者或交易者，而是他们的顾问，这些人能从交易里拿到佣金；还有美国联邦政府和地方财政，它们从交易里收到了税。对这个问题，巴菲特的说法最是精妙。他问，芝加哥公牛队会不会因为迈克尔·乔丹对球队过分重要、过分宝贵，就把他卖给其他球队呢？这么做有道理吗？

卖掉优质股除了愚蠢之外，对交易者波动性的“贡献”也相当突出。要是交易者按这种方式为投资组合“恢复平衡”，那么从定义上来说，他们的交易跟商业价值是无关的（除了偶尔的例外）。把不再“符合”投资组合的股票卖掉，给这一股票造成了价格变化的压力。但这种压力跟该股票的实际价值没有关系，跟它的感知价值也没有关系，只不过拉大了价格与价值的鸿沟而已。

最后，很多人都把股票市场当成了储蓄账户。他们把钱定期存在这里面，为计划内开支——如买房、给孩子付学费、享受退休生活——积累财富。这也是他们满足非计划需求存钱取钱的地方，比方说重新装修厨房，

买SUV，去异国情调的景点旅游。

对那些在股市里为既定长远需求——如购房、教育和退休——积累财富的人，我们很难加以挑剔。这些事情大多是需要长期投资的长远目标，所以，股市是积蓄这部分财富的合理场所。

但要非难那些把股市用做短期支出途径的人就容易多了。一方面，短期的股票投资风险极大。把有可能用来满足房屋装修等日常需求，或用来满足娱乐等普通愿望的资源放到股市里，根本就不理性。

但这两种利用股市的形式，对市场效率的实际效果都是一样的。卖出股票的决定，是基于需求（或欲望）而不是股票的基本价值。这同样造成了拉大价格与实际价值差距的后果。

ECN和折扣网上经纪便利了交易、“恢复平衡”，以及通过股市进行储蓄。从积极的一面来说，它们降低了交易成本，可从负面而言，它们带来了更多的交易。这样一来，整个股市产生了更多的负向信息波动性，市场先生也更加疯狂。

每笔交易的附加成本降低了，结果人们却付出了更多的佣金，因为他们交易的次数更多了。这就好像是给经纪人们来了一贴里根式的鼓励政策。以这个行业的代表嘉信理财为例，它每笔交易的平均收入从1997年的64.27美元，减少到了两年后的45.55美元，可它每天经手的交易总量，却从10.6万笔增加到了20.8万笔。27嘉信理财的收入激增；我猜你一定知道买单的是谁。

## 病状预断

信息低质量、市场分裂、噪声交易等导致波动性扩大的后果，使股票定价越发失效。市场先生手里的钱（你支付的价格）和管理层手里的钱（你得到的价值），差距越来越大。

效率低下的症状和波动性扩大的结果，构成了第1章中罗列的所有现象，包括市场之间产生分歧（比如道琼斯和纳斯达克之间的分歧），市场先生像坐过山车一样急上急下。诸如1987年的崩盘和1989年的突变再也不像是孤立的偏差了；相反，20世纪90年代末和21世纪初诸如此类的痉挛性大发作，证明这不是什么流行病，而是慢性病。

有效市场理论从来不是股票市场的完美解释，不管它从前站得住脚的根据是什么，在今天的市场环境下，它已经越来越飞速地走向破产。从前有金融媒体和投资专业人士充当重要过滤角色的时候，它或许有着一定的吸引力。尽管这些机构过滤得并不完美，可他们受过的训练、掌握的知识和专业技能（此外，对当时咨询师来说，他们感兴趣的是企业保险与合并这两项稳定的咨询业务市场）尚能让他们跳脱人类固有的缺陷，把握一定的优势地位。有效市场理论并没有因此变得正确，但的确因此变得还算说得通。

网络、ECN、短线炒家和个人投资者的兴起，并未促进市场效率，反而妨碍了过滤，阻滞了市场效率。美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特在

国会作证时说，ECN的兴起造成了市场分割，同一只股票在不同的交易板块基本上是按不同的价格交易的。也许这会造成令人兴奋的新型套利机会，但亚瑟反驳现有股市效率的认识无可争辩。

正如下一章所示，市场行为的这些趋势意味着，管理者和投资者应该忽略证券的价格波动，关注真正的症结所在：依靠有力的经济特性来运营企业，并注意观察这些特性。

## 第5章 抓住20%

就算知道公共资本市场的平均周期长度大约是4年，它也并未给你提供任何投资技巧，因为根本就没有技巧。再加上知道股市最多能达到80%的真实有效，而且这个比例还越来越小，这就证实了格雷厄姆的直觉：市场先生活着，只是仍然不大舒服。问题在于，怎么处理有效市场理论没抓住的那20%甚至更多的市场定价呢？答案是：善加利用。

也许，市场先生的躁狂抑郁症已经有了更准确的诊断，只是尚未得到普遍理解罢了。也许，非线性依赖的检测工具和对市场有效理论的颠覆，就像医学上对躁郁症更高明的临床诊断一样。也许，对这种疾病的认识加深，能减少一味的否定态度，带来一些治愈的希望，但这些都只是“也许”罢了。

能肯定的是：市场非常复杂。考虑到市场现象的多种成因，还有一点能够肯定：交易规则检测和其他华丽的投资公式，仍然是毫无意义的胡扯。当然，原因并不在市场是否有效上，而在于它要受市场情绪失调的影响。

“博傻理论”说不定言之有理：想买入股票，以便将来转手卖掉赚钱，需要有人愿意接手你想卖掉的东西才行。整个市场以信心为基础展开运作，从长期来看，市场能把东西顺顺当当地搞对，可短期它就没这么准确了——这说不定也是真的。

市场非理性和混沌的特点，确实破坏了市场有效理论的断言，但它们也就这点儿本事了。它们并未破坏市场长期稳定的信息。恰恰相反，它们意味着，对那些明智而谨慎的人来说，对那些靠着企业分析工具武装起来的人来说，机会有的是。企业分析能帮助人判断该在什么时候利用市场先生强烈的阴郁情绪，又该在什么时候避开它的极度狂喜。

市场有效理论到底能解释多少市场行为，争论无止境。这是因为，它的信徒告诉我们，一旦这套理论开始失效，聪明人（比方说读罢本书，依照相应心态采取行动的人）的机会就来了，他们会出手，纠正失效。这样一来，市场有效理论就又还原了。可到底是东风压倒西风，还是西风压倒东风，压倒的程度又是多少，这个实证问题是永远讨论不出结果的。

总的来说，互联网上的商业信息质量低到了几乎可以忽略不计，按照这些信息采取行动的短线炒家又那么多，因此，对真正明智的投资者来说，机会很多，操作空间也很大。换句话说，倘若当前的交易环境让有效市场理论对将来的描述准确度看起来只有70%，那么，根据它采取行动的人大概能把这个数给扳回80%。只有配备了企业分析思维方式的投资者，才能真正利用整个过程。

## 谁来负责

从管理者的视角来看，复杂的市场造成的一个重要后果是，董事和职员们控制不了公司的股价。因此，股东不应当存心指望或要求他们把股价

最大化，只能要求管理者把企业及其基本价值管理好。市场如何理解公司的绩效，跟管理者是没有关系的。做出决定的是投资者和交易者，不是管理者。

尽管现实情况确实如此，可要是公司股价长期表现不佳，管理者却一身轻松，那就错了。它的意思只是，因为市场情绪导致公司股价的高低起伏，不归管理者负责。而股票价格长期低迷不振，则反映了管理层的无能。

优秀的管理者能让公司的平均股价高于正常水准；糟糕的管理者会让它低于正常水准。股票价格在短期内的上上下下，不管是优秀还是糟糕的管理者，都没法负责。正如格雷厄姆所说：“良好的管理层带来了良好的市场平均价格，糟糕的管理层带来糟糕的市场价格。”

毫无疑问，管理者也总在尝试用种种办法来影响公司的股价。有些做法无伤大雅（比如以最为乐观的口吻发表不利的通告），有些是违法的（操纵收入，这个题目，我们在本书第二部分会做讨论），有些则介于两者之间（如把债务或资产卖出后，额外分红给股东）。

可惜，这些尝试的主要动机并不是希望让股价跟企业的潜在价值相当。相反，大多数管理者想让公司的股价在市场上卖出个尽可能最高的价格，不管它的商业价值到底是多少。巴菲特反复强调，这么做是错的，因为这样的脱钩使得公司在一个时期内取得的业绩，并不一定会让拥有这家公司的人在同一时期得益。



要评估公司的绩效，根据其商业价值将之转换成市场价格，在这个问题上投资者所扮演的角色比管理者更重要。但投资者所做的价值——价格转换不见得完美。信息波动性、交易波动性、交易者波动性，都在干扰商业价值和市场价格的契合。然而，即便要受到这些扭曲，投资者仍然值得花些时间理解商业价值，推进它与市场价格的契合度。规模较大的投资者更有动机这么做，并收获它的回报。持股比例越大，这么做的动机也越大。

这些见解加在一起，足以说明活跃、明智的大规模长期投资者为什么会关注企业分析。这就像巴菲特概括伯克希尔·哈撒韦的特征时所说，“稳重而感兴趣的大股东”是“支持性的、分析性的、客观性的”。你不必问这些投资者能不能把有效市场理论从70%正确更正到80%正确，相反，大规模投资者的这种看法，肯定了以下的前景：这种投资方式，能够利用有效市场理论掩饰了30多年的事实，即商业价值和市场价格是系统性分离的。

## 坚持到底

商业价值和市场价格的分离，要求改变以往的投资理念。很多时候，投资工具和投资者把市场价格当成了评估企业价值的尺度。这么做是本末倒置的。投资者在进行估价时，最不必考虑的东西就是市场价格。市场价格只能告诉你要按什么价钱买入（或卖出）股票。

市场完全没法告诉你，这到底是一桩好交易，还是一笔坏买卖。回答这个问题，你得根据当事公司的基本业务和经济特性来做评估。这些工

具，也就是本书剩下的部分要探讨的内容。

使用这些工具的时候，各类投资者——机构投资者和个人投资者——还应当重视市场复杂性的其他一些含义。这些含义，是顺着本章开头提出的那个问题衍生出来的：股市以4年为周期，这意味着什么呢？显然，它意味着过去30年里最革命的几条投资理念——有效市场理论、现代投资组合理论、资本资产定价模型——恐怕存在误导性。

以下是需要我们重新学习的内容：

研究个股的投资机会并非浪费时间。

到底是个别的投资机会合理一些，还是往股票名目表上扔飞镖，随机选一堆股票放进投资组合合理一些（《华尔街日报》等刊物发起的比赛就给好多人留下了这样的印象），这一点你需要认真想清楚。

你最好也别使用现代投资组合理论的策略：根据 $\beta$ 说的每个篮子的风险是多少，把你的鸡蛋放进很多不同的篮子里。

这种参与者众多，涵盖整个市场的大规模失误表明，所有的投资群体都会出现类似的失误（包括小投资者错过了赚钱的机会）。故此，你应该无视现代金融理论和其他一些尚未成熟的市场观念，牢牢把握投资的核心。

策略

你或许会问，脚踏实地地做业务分析，真的值得吗？让其他人来完成这一工作，自己搭顺风车，是不是更好呢？经济学家对搭顺风车的策略举过一个例子：国家向公民征税，以便建立一支高素质军队。人人都觉得，这么做有利于抵御外敌。军队强大符合公众利益，逃税的人搭了它的顺风车，自己却不花力气。

投资者让别人来做投资研究（就像向政府纳税），自己却在市场上搭个顺风车，这么做可能吗？很难。首先，搭便车的经典例子里存在两种人：一种是纳税人，一种是搭便车的。投资股票的则有三种人：做功课的、投机的、搭便车的。因为多了投机者，那些本来想搭个便车就心满意足的人，可以靠着做好功课，占投机客蠢行的便宜。

你可能会问，如果说做好功课就能让人占投机客的大便宜，为什么不是所有人都从投机改成做功课呢？问得好。人们理应如此，但他们偏不这样。本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特作为勤勤恳恳做功课的表率，曾多次惊叹于投机客的懒惰，他们很想知道，为什么会有这么多人宁肯选择像旅鼠一样集体跳崖自杀，也不肯主动做分析。可是，正如我们先前确认的趋势表明，投机客始终存在（不是所有人都会读这本书，听取书中的建议）。种什么样的因，就结什么样的果，这怨不得别人。

哪怕是最接近搭便车策略的做法，也需要做一定的功课。最常见的搭便车方式，对很多人来说也是最合适的做法，恐怕要算长期投资指数基金了。指数基金指的是该基金购入的股票，都是特定市场指数（如标准普尔500指数）的成分股。这种指数基金在总投资资本中占了巨大的比例。

人们青睐指数基金，有很多原因。一方面，标准普尔500和其他类似的指数表现一贯优于靠基金经理负责的主动投资组合基金。指数的变化相对较小，所以，指数基金的股票换手率低，因此成本较低，在应纳税收入方面也更方便管理。

指数基金主要的缺点是，它不关注基本面，关注过去的收益情况，忽视对将来潜力的评估。是否选用指数基金，关键要看投资者进行企业分析的能力高下，以及是否有意愿进行企业分析。使用指数基金，能保证人们不费多大力气就获得平均市场回报，不过，投资者还是应该站在一定理性的基础上来确认，构成指数——不管是标准普尔或者其他什么东西——的一揽子股票，相对于它包含的价值，仍然是便宜的。做出这样的判断，需要具备一定的企业分析的能力，哪怕它并不需要你精确或详细地对其加以应用。

观察基本面是简单的常识。跟股票买家一样，市场指数买家必须知道自己获得了什么价值。指数和股票都有涨有落。没有什么东西能保证股市整体总是一路上涨，正如没有什么东西能保证棒球大联盟比赛的观众总是越来越多一样。指数和股票都会下跌，也真的猛跌过。

耐心持有不如买入前做研究重要，因为很多熊市都会持续很长一段时间。市场是上涨还是下跌，根本不可能预测，哪怕是长期来看也一样；但预测某只股票的长期走向，至少还是有一定可能性的。

股票共同基金是有人管理的投资组合，由从大范围市场里挑选出的股

票构成。投资委员会要为基金定期买入卖出股票。基金的持有者要负担这些交易的成本和其他费用，使股票基金比指数基金贵一些。从税收的角度看，股票基金也更贵。共同基金投资组合的变动，往往会产生资本收益，持有者自然要缴纳税款。

股票共同基金要纳税，表明了持有个股的一点优势。如果你在买入股票时犯了错，它的价格和价值都降到了无法满足你要求的地步，那么，把它卖掉的话，账面上的亏损可以为你减免一部分的税，容你稍作喘息。

说到个股，对很多人来说，按期购买利用了定期定额概念的股息再投资计划，是个很明智的选择。这个概念的意思是，每个月（或间隔其他的时间长度，如每半个月、每季度，等等）按固定的金额购入某一股票。因为股价有高有低，固定的金额可买入的股票份数也有多有少，跟股票的平均价格相比，它拉低了购入的平均成本。此种做法靠着利用市场先生的阴郁期，保护投资者不受它兴奋过头时的影响。

假设你在3个月里按月投资200美元购买宝洁公司的股票，这3个月股票的价格分别是80美元、120美元和100美元。那么，这段时间，股票的平均价格是100美元 $[(80+120+100)/3]$ ，但你的平均成本则为97美元（股价80美元时你买入了2.4股，120美元时你买入了1.66股，100美元时你买入了2股，也就是说，你投资了600美元，买入了6.16股）。长期使用这种策略能让你获得丰厚利润，打败市场先生。

只有当你有把握断定价格低于价值，坚持到底才是审慎之道。而要做

出这种判断，务必采用本书阐述的思维方式。根据这一思维方式，监控股息再投资计划中的价格与价值之关系，是再妥当不过的了。不过，要当心：唯有在市场先生心情悲观的时候入市，定期定额投资才能减少你的平均购入价格。时而中断，时而又来，想跟市场抢时机，你是完不成击败市场先生这个目标的。

不管对哪种投资者（不管投资的是指数基金、股票共同管理基金、股息再投资计划，还是个股，全都包含在内），关键是要培养起一种关注价格与价值区分的思维方式。用不着完成本书探讨的各种详尽计算或大范围研究，你也能办到这一点，但你必须接受这些工具所反映出的态度，理解什么是企业分析，什么是明智的投资。毕竟，天底下没有免费的午餐，也没有白搭的便车。

### 股票投资的分散多样化

不同于现代金融理论，我们的投资纲要里并不规定要对股票组合进行多样化。投资组合的结果可以是分散多样的，但它不是必要条件。有时候，集中化的投资组合说不定是完美之极的。就好像杰拉尔德·勒布说的，真正了不起的财富，大部分都是靠集中实现的。比方说，你正在考虑购入强生公司或者棒约翰比萨公司的股票，你发现相较于自己的合理估计，它们可以用相当低的价格买入，那就买这两只股票好了。你只需要这么做就行了，完全够谨慎的了。

你当然应该避免在开始的头一天就买上十几只多样化的股票，充当你

的投资组合。这么多的股票，显然不可能全在同一天里报出远远低于价值的价格。过上较长的一段时间，你的投资组合有可能会变得多元化起来，只要它不妨碍你集中精神挑选新股、跟进已有的股票，维持这种多元化状态也没什么不好的。

太过分散化的投资组合，会给你带来另一个版本的搭便车问题。就跟逃税的人不劳而获地从强大的国防中受了好处一样，糟糕的股票不给你的投资组合贡献价值，却让你照价付钱。搭便车的人在较大的环境下不怎么扎眼；举例来说，在加拿大逮个偷税的家伙，可比在美国容易多了。同样道理，你投资组合里的股票越多，就越不容易逮出并惩罚（也就是卖掉）那些搭你财富便车、顺便搞破坏的股票。

这些限制分散化的原则，仅对精心选择、在所付价值与估计价值之间存在安全边际的普通股成立。对这样的股票，巴菲特认为，选择5~10只比较合理；格雷厄姆的看法是10~30只。格雷厄姆和巴菲特都强调，像职业基金经理那样采取积极姿态的投资者，需要大赌场里采用的那种广泛多元化：按巴菲特的话来说，赌场要“大量的赌局，因为概率对它有利；同时它也会拒绝接受一把定输赢的大投注”。

## 资产配置

有必要对过分的股票多元化（以及最后一章会讨论的投资组合重新平衡）和所谓的“资产配置”这一重要的基本投资原则做一下区分。“资产配置”原则意识到，除了普通股，投资者还有各种类型的资产可以选择，包括

债券、现金、房地产、房地产投资信托基金和日用品。这些替代选项往往为聚敛财富创造了更具吸引力的途径。在股票市场未能提供低于价值的价格时考虑对这些资产进行投资，它们的相对吸引力会达到最大的程度。此外，通过有税收优惠的载体（如个人退休账户、401k养老方案等）来投资上述类型的资产，也是很不错的选择。

大多数投资者最终大多倾向于持有若干不同的资产：自购居所，手头有些余钱，参加退休保障计划，一堆股票和债券。还没这么做的人不妨赶紧这么做，因为资产类型多元化，是保存财富的一种重要方法。倘若在延续10年的大熊市期间把所有的财富都分配到了股票市场上，总财富肯定会缩水。倘若一部分财富投到了该时期表现出色的债券和债券市场上，大部分财富也就保存下来了。

通过税收优惠计划投资的一个问题是，这些计划提供的资产类型不够多元。很多计划下含的项目不成比例地偏向股票基金。不少人干脆在各项目间来个平均分配。其他很多人更简单，把资金100%地分配到股票基金上。这两种分配方式都太偏重股票了。只要其他资产（非减税计划内资产）选择的是其他类型，偏重股票对年轻人来说没什么不好，对年长者说不定也不错。

把你所有的鸡蛋都放在股票市场这一个篮子里，可不是什么谨慎的资产配置。一旦你把资产分配到不同的投资类型上，股票的部分就用不着多元化了。简而言之，资产多元化比股票组合多元化重要多了。



除了保全资产，资产配置终极问题——也是所有投资的终极问题——在于机会成本。你肯定想把钱投资到未来最可能产生最大回报的资产上。评估此种概率的一般性原则，各种类型的资产都差不多。资产本身的形式跟它的相对吸引力没有关系，这种相对吸引力取决于环境。不过，很多别具一格的资产类型，大多数人最好对其敬而远之，包括可转换式债券等听起来没什么坏处的金融工具，以及更具神秘色彩的私募基金和对冲基金（详见下文）。

评估这些不同的资产类型，就跟投资普通股一样，企业分析思维方式同样很重要。虽说每一种资产类型都必然有相应的具体问题（比如，白银的价格取决于对它的供给和需求），可一旦你有了一套能像企业分析师那样对待股票的心智，就能很轻松地把它应用到其他的资产类型上（这也是为什么本书内容以股票为主）。

## 收入分配

资产配置不如收入分配重要，可惜大多数人意识到这一点时已经太迟了。人们大多关心自己收入多少，对如何在投资与消费之间分配收入却不怎么重视，结果使得全国的储蓄率在零上下打转转。

但要是你把收入的较多部分积攒下来，会更容易达成你的投资目标，因为这样一来滚动生钱的资产就会更多。储蓄收入相对较少的人更容易受投机冲动的诱惑，想进行明智的投资就更加困难了。

每一个有收入的人都要面对收入分配的问题。你必须决定把多少收入

分配到衣食住行以及娱乐和教育等方面。有些人更不幸，还得算计拿多少钱出来填补过去的消费亏空，如信用卡债务、汽车或个人贷款、房地产抵押贷款等。

在考虑投资股票之前，要赶紧偿还债务里的高利息项目，要不然可真是本末倒置。要是你的信用卡户头上有欠债，每年就要偿还10%~18%的利息，这显然是在浪费金钱。还清这些债务，相当于稳稳当当地赚回了这么高的收益率（买股票的回报率绝对达不到这个水平）。其他利息没那么高的债务也一样，比如汽车贷款（平均利息是8%~12%）：用你额外的钱还清它们，意味着你得到了同等的收益率。有时候，住房按揭贷款也是这样：还掉利息固定在6%~8%的欠债，等于是你的投资收益率达到6%~8%，买股票没法保证这么高的收益率。

## 保证金交易

股票保证金账户（尤以短线炒家为主）的数目和规模的疯狂增长，说明许多人愚蠢地忘掉了上述浅显的真理。在1996~1999年，网上经纪公司的保证金债务翻了将近5倍，纽约证交所会员公司的同类债务也翻了一倍。20世纪90年代，保证金债务占消费者债务总额的比例从4%跃增至16%。可好多人居然没弄清保证金贷款跟其他消费者贷款不一样。

为了用借来的钱购买股票，纳保的交易者会以9%~11%的利息从经纪那儿借钱。他们认为，自己能靠这些贷款四两拨千斤，买入价格上涨且股息高的股票，赚到更多的钱。在市场心情好的时候，这些人的如意算盘兴

许不会落空，能赚回比成本多的收益。可碰上市场低迷期，他们的好梦就完全破碎了。

当你的资产组合结余减少，使得保证金贷款占了该结余金额的一半或以上的時候，你必须存钱进去还债（经纪人会叫你“追加保证金”）。如果你没有现金，不管你合作不合作，经纪人都会卖掉你的部分股票。除了市场先生翻脸给你造成的损失之外，你还得把利息费用和交易成本加进去；再考虑到追加保证金的交易者数量越来越多，你可就要翻下市场的陡坡了。

巨额保证金交易者就跟在摩纳哥借钱下重注的赌客一样。为了看出这一策略的惊人风险，只需举一个近在眼前的例子就够了。最积极鼓吹这种高风险赌博的人叫巴里·赫兹，他是“磁道数据公司”的负责人。这家公司在营销宣传里兴高采烈地说，投资很简单（“用不着成为专业人士，你也能搞股票交易”），赫兹还建议客户利用借来的钱短线炒股。

至少，赫兹自己是照着这个双倍投机的（蹩脚）建议做的。所以，在2000年4月14日市场暴跌那一天，他的经纪人打来电话，说他们需要4 500万美元来“追加保证金”。为此，赫兹典当了轨道数据公司50%的股份。如果你乐意让这档子倒霉事落在自己身上，那就听信这些建议好了。

## 金融赌博

你还应该好好记住28岁的尼克·利森（也就是人称的“流氓交易员”）的悲惨遭遇，出事前，他效力于巴林银行的新加坡分行。他借用了上百万美

元来交易，结果碰上市场风向跟他对着干，英国最老牌的巴林银行（为拿破仑打仗出过钱，还资助过美国购买路易斯安那的交易）就这么被他搞垮了。

起初，利森做的是套利交易，他主要关注大阪证券交易所(OSE)和新加坡金融交易所(SIMEX)挂牌的日经225期货合同的差价。他在一个市场上买入期货，同时就在另一个市场卖出。这是一种低风险策略，因为双方头寸可以互相抵消。

小尝甜头之后，利森换了一种做法，他对日经225期货的权证同时看跌又看涨。这是一种中等风险的策略，在稳定市场非常有效，但碰到动荡时期也很危险。

1995年日本神户发生大地震，日经指数暴跌，利森吓坏了。市场一片恐慌，利森就像瘾君子一样采用了高风险策略，大量买入日经期货，徒劳地指望把期货市场拉起来。

等尘埃落定之后，巴林银行在期货合同上的敞口已经高达10亿美元，远远超出了巴林的总资产。银行垮了。调查人员发现，交易期间，利森的头寸一直是用巴林银行的保证金账户补足的，但崩盘之后，利森从新加坡逃到德国，情况就不是这样了。

交易期间，利森对巴林银行的伦敦总部讲了一个模模糊糊的故事，说他的长期期货头寸有私人合约套期保值，对冲交易也是代表银行的一位客户搞的。可这位客户其实根本就不存在，只是一个虚构的名字。早些时

候，利森用这个名字开了账户。

利森用其他交易赚取的利润给这个账户注资，并用这些资金维持保证金账户的结余。他还利用这个虚拟的客户账户说服巴林银行的伦敦总部提供额外资金，反过来又用这些钱追加保证金。最终，再多的钱也挽回不了败局。

毫无疑问，利森的惨痛教训是一个极端的心理案例，里面掺和着新奇的证券、庞大的利润和无耻的欺骗。但这一幕同时也是长鸣的警钟：保证金和新奇的操作手法能让你跌个一嘴泥，要是它们混在一起，保管叫你脱身不得。

## 期权

对新奇玩意儿的最后警告，让我们来看看格雷厄姆对期权的看法。早在用股票期权奖励管理层的做法普遍推广之前，格雷厄姆就从较为一般性的基础上批评过它。

起初，期权是跟债券联系在一起的，到20世纪20年代，它扩大成格雷厄姆视为“欺骗”的其他金融创新手段的一部分。到20世纪60年代，期权再度泛滥，格雷厄姆便说：“股票期权权证（这是它们当时的名称）近乎诈骗，现存的威胁，潜在的大难。”他认为，期权凭空造出价值，除了给人造成误导之外没有任何存在的理由，应当在法律上加以禁止，或至少给它加个上限，规定它在公司总资本中只能占极小的比例。

期权的主要负面影响在于它稀释了现有股东对公司的所有权利益——包括每股的现有收益，分享了公司的未来发展，享受到了股息收入，有利于管理者，此外还涉及企业的其他一些重大变化，如合并、新期权方案（这一点有些讽刺）。格雷厄姆觉得，除了“编造虚构的市场价值”，实在看不出期权还有什么别的目的。总之，格雷厄姆斥责股票期权是一种犯罪，怪诞、“蛮横、肆无忌惮地大规模制造纸面上的价值”。

巴菲特对期权的态度不如格雷厄姆这么激进，他说：“你想拥有一部分期权的商业项目，往往也是那些你不愿意要它所有权的项目（有人送我彩票当礼物，我很乐意接受；但我永远也不会自己去买彩票）。”对投资者而言，这里的经验显而易见。远离期权，对那些期权占了总资本相当大比例的公司，也要尽可能地躲得远些。

## 炼金术

投资于普通股证券的总资本量超过了可获利的投资机会，价格数倍超过了价值，股市泡沫就出现了。泡沫源自人们的希望，所有人都指望自己选中的股票是赚钱的那种。但要是1 000亿美元投了出去，可能赚钱的部分却只有100亿，那么其余的900亿就注定要失望了——这就好比舞曲终结，舞池里所有人都去找座位，但只有10%的人抢到了座，其余90%的人都站着。

市场投机舞会和赌马之间的主要区别在于，赌马的话，只要一两分

钟，赌客就跟他的钱分手作别了。然而，赌马和股市也有共同点：研究马匹或业务，只在有把握时下注的人，赢的概率比那些每一场马都赌、每一只股票都赌的人要大。在有可能出现泡沫的繁荣期之初，如果你找到了一只处在低价、有把握赚钱的股票，满仓买进，那么，从道理上说，你会赢；而如果你把钱押在每一只股票上，肯定会输。

把钱押在每一只股票上的人，为泡沫注入了热空气。彩票积累下高额奖金时，投注站的长队能排满路口；而股市的泡沫时期，人人都入市炒股，相当于是前一种场景的癫狂放大版本。吹出最多泡沫的，是一种从新东西里发大财的气味，它能叫人兴奋，让人跟风盲从，或做出其他非理性的行为。

有人发了大财，开了香槟酒庆祝的谣传蔓延开来，在贪婪心的推波助澜之下，兴奋的野火烧得更旺了，但狂热的螺旋最终总是会破灭的。事实上，中高彩金的人只会有一个，绝大多数人则经历了跟风带来的最为惨痛的教训。

埃德温·利费夫说得好：“股市猛涨，总是直接迎合着人由贪婪唤起并受到普遍繁荣刺激的赌博本能。想赚快钱的人，最终无非是花钱上了亘古不变的宝贵一课：在这个污秽的地球上，根本没有快钱这种东西。”

真正的投资者不会排长队买彩票。他们意识到：“快速致富”通常意味着“快速致穷”。

让我们来看看格雷厄姆对20世纪60年代末的评论，是不是有点似曾相

识的感觉呢？他说：“公众的投机心理实在无可救药。从财政的角度看，它撑不过3秒钟。只要感觉跟上了大部队，人们愿意不惜任何代价买入任何东西。只要是标着‘独家经营’的公司，跟计算机、电子、科学、技术有关系的公司，或是任何正好赶上这一波流行的公司，人们就会蜂拥而至。”

格雷厄姆哀叹道：“自古以来，聪明、充满活力，通常年纪也很轻的人就总是答应用‘别人的钱’来完成奇迹。大多数时候，他们有能力做到一阵子，或至少表面上做到。可到了最后，他们无一例外地给公众带来了亏损……投机冲动不可能消失，对投机冲动的利用也不可能消失。”

20世纪90年代末和21世纪初，夸夸其谈的风险投资家和短线炒家宣布，新经济到来了，旧有的游戏规则不再适用了。无数的人接受了这一套说辞，投机的冲动再度泛起。这段时期，某著名投资研究公司的首席经济学家对《纽约时报》说了一段非同寻常的话：“我们现在真不敢说自己知道怎么评估企业的价值了。”（为了显得不那么刻薄，本书暂且隐去这位困惑人士的名字吧。）

估计价值从来都很困难，但现在比从前到底难了多少呢？现金是最终的经济回报。如果你弄不清楚公司要多久才能挣到现金，不知道什么样的风险会降低它的价值，减少它挣到的现金，那么，这就并不是你突然之间搞不懂该怎么评估企业的价值了，而是你试图估价的东西根本不值得估价。

金融炼金术的拥护者们放弃了本书讨论的企业分析思维方式，大概是



觉得它用的工具太传统，甚至太无聊，太沉闷，太落伍吧。要是人们想着马上致富，就会把前人“耐心孵蛋”的想法扔进历史的垃圾桶，新冒出来的账面百万富翁和对他们满心嫉妒的同龄人会觉得，谁要是还想着什么“耐心孵蛋”，简直就是火星来的老土。

可惜，这种态度让人们用信用卡欠债来短线炒股，一心想着“先买后付款”，却忘了清算的一天终将到来。一些蹩脚技术也因此流行开来。面对一家企业的核心问题，传统分析工具给出了否定的答案，这些技术却能给出肯定的答案（可惜是错的）。

比方说，在20世纪90年代中期的生物技术产业，只有不到10%的公司能获得收入，从主营业务里获得正现金流的公司就更少了。但是这些企业需要新投资，从企业分析的传统尺度上，它们拿不出什么令人信服的故事，于是就转向了非传统的尺度。其中最惊人的是一种所谓的绩效衡量指标，叫“现金消耗率”（也叫烧钱速度）。它指的是一家公司“能”用多快的速度把钱花在新的研发项目上。烧得越快，管理层越好，越值得投资。够不够疯狂？

20世纪90年代末至21世纪初，互联网和高科技行业也有过类似的疯狂行为。这些金融创业家抛弃了基于收益和现金的传统绩效评估尺度，用新的方式来看待这些问题，比如市场占有率。

创业家说：“瞧啊，我们占有了互联网上销售鲜花（或诸如此类的东西）60%的市场，你应该相信我们。”还有更乐观的说法：“我们的网站每

个月有1 000万的点击率。哪怕我们不赚钱，也吸引了2 000万个眼球呀。所以说我们肯定很好，我们肯定有价值，你应该向我们投资。”

在这种盲从心态下，人们蜂拥而至。对于大多数此类企业（尽管不是全部）来说，从企业分析的角度来看，如潮水般涌入的资金简直没道理（下一个快速发展的行业说不定是互联网破产律师事务所呢）。

每一轮疯狂，总会冒出一堆似是而非的新规则来解释这种不理性。光是在20世纪，1929年大崩盘之前有过一波“新时代”牛市（受诸如汽车、电力、真空吸尘器、洗衣机、无线电和有声电影等优秀新技术推广的带动），1962年的“新恐慌”之前有过火热的“第二次新时代”，20世纪60年代末股市和共同基金吹破气泡之前有所谓的“新绩效现象”。到了20世纪80年代，因为人们普遍相信日本创造了一种彻底不同于经济学历史原则的“新”经济模式，加速了日本股市泡沫破裂。市场占有率成了老大；如果公司市场占有率高，它们会得到奖励；如果它们以少赚钱甚至不赚钱的代价抢到了市场占有率，会得到更多的奖励——就跟20世纪90年代末到21世纪初的美国差不多。

但是，可口可乐、百事可乐、思科和杜邦公司在各自市场里都是赚钱的企业。在一个有利可图的市场里，占有更大的份额显然可取，它也是业务绩效强而有力的准确指标。可对一个赚不到钱的市场来说，情况就不一样了。你占有的份额越大，你亏损的钱越多。

对企业来说，凶猛地攫取市场份额，完全可能是一场彻头彻尾的灾

难。看看航空业取消管制之后发生了些什么吧。激烈的市场份额竞争，把所有的利润都从行业里甩了出去。在可口可乐和百事可乐竞争的次级市场，情况也是一样，有些地方，这两个品牌的灌装厂家利润近乎于零。

我们并不否认20世纪80年代到21世纪初的技术变革给经济造成了重大变化。这里举个例子，从历史上看，油价上涨会卡死经济增长，1973年、1980年甚至1990年的经济衰退，都是油价在背后捣鬼。可是，20世纪90年代末和21世纪初油价翻了两倍多的时候，美国的通货膨胀仍然相当低，经济衰退的乌云并没有笼罩上来。当然，石油的主要消费者转向了天然气，并更主动地利用避险合同来减少涨价带给自己的风险，这是一部分的原因。

但更主要的原因是美国的经济模式从消耗石油的制造业改为了无须依赖石油的服务业，包括在互联网上运作的行业。制造业在美国经济中所占的比例，从1977年的22%，萎缩到1997年的17%。采购石油在国内生产总值(GDP)中所占的比重，从1981年的8.5%降到了20世纪90年代末的约3%。互联网无疑属于这种转变的一部分，它使得销售及分销业务的成本较传统方式大幅降低。

即便如此，油价高过了一定的水平，仍然会引起宏观经济问题。事实上，2000年3月道指下跌了近4%，首当其冲的，是宝洁公司的股价跌了30%。这家公司发出警告，说自己的季度盈利会比上一年同期低，离分析师的预期更是相去甚远。公司方面说，业绩表现不尽如人意，原因之一是自家很多产品需要用到石油，而石油的价格又上涨了。

经济模式转变的另一部分，无疑是知识资本（与物质资本相对）的附加价值在增加。较之生产和销售汽车或石油的企业，生产和销售软件或提供网上服务的企业能以更低的成本更迅速地发展壮大。此外，后者对工厂、厂房和设备的投资也少得多。

可我们并没有理由认为这些互联网企业在整体上的发展速度比全国经济更快。归根结底，老式企业（即所谓的旧经济公司）是技术新创公司（所谓的新经济公司）的主要消费者和最终受益者，那么，后者的发展速度又能比前者快上多少呢？有些企业的发展速度可能真的比全国经济要快，但它们不会永远这样；它们从前办到过这一点，不见得以后办得到（事实上，企业规模越大，发展的难度越大）。就算它们有实现超规模发展的可能性，也没人能保证事实真的如此。

即便存在这些转型，新经济却并未改变商业立足的基本事实：投资首先需要理解公司的商业气候；在所有聪明投资者的工具箱里，都放着几种关键的指标。就算要用到新经济的某些业务标准，也应当对它们进行批判性的分析。忽略损失固然不智，忽视企业能否持续存在的征兆，更是蠢到家了。

举个例子，如果你把市场份额视为判断企业未来价值的指标，你同时还要意识到，客户增长速度放缓，是未来价值减少的征兆。每一新客户的成本上涨，就意味着来自每一新客户的收入在下降，此时，企业的前景就从“不确定”变成“很糟糕”了。这是很多互联网公司的特点，可当它们冒出

这类消息，公司股价反而上涨。这个行业里好多名气最大的公司都是如此，因此，我们有理由认为，所谓的新经济，说不定只是一只披着羊皮的狼。毕竟，要是事情好得不像是真的，那它恐怕的确不是真的。

人们总爱说到新千年和前所未有的技术变革步伐，但这种印象其实是错的。如果你梳理过去几百年的经济史和投资类作品，你会发现，技术的飞速发展是周期性地反复出现的，也总有人宣称，这种事情前所未有（历史学家就曾把19世纪末到20世纪初称为“乐观时代”，当时社会上也洋溢着技术带来的兴奋感。这种兴奋情绪让世纪之交显得像是一首天然的热情神曲）。回过头一看，印刷术、农业及工业革命、流水线、电视和电台，如今的计算机和互联网，它们不都挺像的吗？

即便头脑清醒如格雷厄姆，也感觉评论技术带来的变化为时尚早。他在离现在相对较靠近的20世纪70年代初写道：“近年来技术的飞速发展和普及，对证券分析师的态度和劳动并非不曾产生重大的影响。未来10年，代表性企业是进步还是倒退，可能比过去更多地取决于它与新产品、新生产流程的关系。”套用格雷厄姆爱说的一句话：万变不离其宗，变得越多，骨子里越是老样子。

## 长期

躁狂症背后的驱动态度，既短视，也短命。在念及企业和回报的时候，投资者需要看的是今后几年，而非将来数天。到底看多远，因人的年

龄和需求而异，但对认真搞投资的人来说，这一时限至少也应该是4年——对我们大多数人来说，时限还要更长些。

对有着长期眼光的人，人们习惯性地叫他们“长线投资者”，说他们采用的是“买入并持有”策略。但这样的看法，除了用词上啰嗦重复（按定义来看，投资者本来就得放长线），总结的特征也并不准确。

着眼于长期的一个原因在于，我们要意识到，尽管早期投资的确更好，但没人需要每天或每年都投资。沃伦·巴菲特用棒球打了个比喻，他说，投资里没有所谓的“击打”这档子事——抛出球以后，你只管坐着等结果出来就行。非要总结这种看法的特点，与其说是“买入并持有”，不如说是“等待并观望”更恰当。

但不管是“买入并持有”，还是“等待并观望”，都比投机炒家的胡来一气要好。在某种程度上，说今天的新秀企业就是明天的经典标杆，一点儿也不错；但要是短线炒家按照这种“今天”、“明天”的说法来操作，那可就错得太离谱了。1999年年底，纳斯达克排名前50位的股票，平均持有期低于30天；该市场总体的平均持有期是150天（而在20世纪80年代末，平均持有期是730天左右）。这么高的转手率，意味着投机者既没有认真挑选股票（等待并观望），也不是为长期而买进的（买入并持有）。

凯恩斯说过一句著名的俏皮话：长期而言，我们都是要死的。但他说的不是挑选股票。凯恩斯说这段话的背景是劝说决策者关注能够实现的短期需求，他相信，这种需求只有依靠政府，市场行为是满足不了它的。说

实在的，这句话对选股没有任何参考价值，因为迟些致富无论如何好过快速陷入赤贫。

格雷厄姆特别提到过股票，他说，短期而言，市场是一台投票机，长远来看，它是一台称重机。也就是说，在短期内，市场价格波动很大，是有风险的，但从长远来看，它相对稳定而安全。但说市场最终能给一笔资产正确地订出价格，这是什么意思呢？难道不是说市场有时候是正确的吗——就好像《爱丽丝梦游仙境》里说的，“有时候今天也能轮上有好果子吃”？不完全是。

米尔顿·弗里德曼驳斥凯恩斯说，长期只是一连串前后相继的“短期”而已。因此，长期既与我们同在（对4年前来说，现在就是长期），又领先于我们（从现在开始算起的4年）。今天的市场价格反映了一家企业长达4年的价值，今天的价格是对企业生产效率的猜测，它可以追溯回4年以前。要是你的猜测比市场准确，那么，等从现在开始4年之后，市场刚刚正确地反映出该企业今天的价值，你早就遥遥领先了。

说市场在长期而言有可能搞对是这么一个意思：从现在开始4年里，市场将正确地理解星巴克今天在做什么；如果你能够比今天的市场群体更准确地评估出星巴克的绩效，你将收获丰厚的回报。当然了，最棘手的问题在于：如何让你的判断保持高度的准确性。

沃伦·巴菲特对凯恩斯的玩笑话很当真，他采用的是“至死不渝”标准。他只投资自己愿意一辈子持有的企业。就跟你对伴侣许下的海誓山盟一

样。所以，最终的做法也一样：要耐心，寻找的时候要挑剔。



## 第二部分 给我看看钱在哪儿

### 第6章 苹果树和经验

倘若说，投资者或经理人在判断企业价值、判断持有它是否有利可图的时候，市场价格是最无须看重的东西，那么，最需要考虑的东西就是该企业的基本经济特性了。评估这些基本面情况的方法实在太多，于是好多人就使用了市场价格这一相对懒惰的尺度作为估价的标杆，只可惜这是错的。在评估企业价值的所有方法里，只有寥寥几种能真正发挥作用，而这几种也恰好是你需要的方法。这里，我们先用一则寓言来说明基本原理，之后再补充细节。

#### 愚人与智者

从前，有一位聪明的老人拥有一棵苹果树。这是一棵很棒的树，只需稍加照料，每年的苹果收成就够老人卖上100美元了。老人想退休后换个新地方住，于是打算把树卖了。老人很想好好地给大家来个教训，就跑到《华尔街日报》的商业机会版刊登了一则广告，说想把树卖给“出价最准确者”。

几则小插曲

第一个看了广告做出回应的人说，他愿意出50美元，因为他买下这棵苹果树之后会把它砍了当柴火，这堆柴火就值50美元。“你脑子有问题吧？”老人骂他，“你出的价只是这棵树的折余价值。对一棵松树来说这或许是个好价钱；要是我的这棵树不再结果实，这个价也可以接受；再不然就是，苹果树的木材价格高涨，把它当木材的价值已经超出了拿它收获苹果的价值。可你显然根本没搞懂这些东西，你根本就没看出，我这棵树的价值远远超出了50美元。”

第二个来拜访老人的人愿意出100美元买树。“这个数么，”他说，“是我卖掉今年苹果收成所能得到的价格。苹果马上就要成熟了。”“你比第一位买家稍微好点，”老人回答。“至少你能看得出，把这棵树拿来收获苹果，比砍倒它当柴火更有价值。但100美元这个价格不对。你没考虑明年或后年苹果收成的价值。拿着你的100美元走人吧。”

第三个过来的人，是个刚从商学院辍学的年轻人。“我要在互联网上卖苹果，”他说，“我觉得这棵树至少还能再活上15年。如果我每年能卖100美元的苹果，那么总价值是1 500美元。我出1 500美元买你的树。”“哦，不，互联网小子。”老人哀叹道，“你比前两个家伙更没看清状况。”

“现在这棵苹果树的收成固然能卖100美元，但15年以后的100美元可不值这么多。确切地说，要是你现在把41.73美元放进银行账户，每年的利息是6%，15年之后，这笔小钱利滚利就变成100美元了。所以说，假设利率是6%的话，今天苹果所值的100美元，15年以后的现值是41.73美元，不再是100美元。”仁慈的老人劝说道，“上帝啊，把你的1 500美元投资到稳妥

的高等级企业债券上，回商学院好好学点金融财务知识吧。”

没过多久，来了一个富裕的医生，他说：“我对苹果没什么认识，但我知道我喜欢什么。我按市场价买它。前一个家伙愿意出1 500美元，所以这棵树肯定值这么多。”

“医生，”老人劝道，“你还是先去找个知识丰富的投资顾问吧。如果真有一个按规律交易苹果树的市场，那它们的卖价大概才会和价值相吻合。但现在别说没有这样的市场，就算有，拿价格当价值的做法，也是在跟前面或者更前面的呆瓜拼谁更傻而已。还是拿着您的钱去买栋度假别墅吧。”

下一个潜在买家是个会计系的学生。老人问：“你愿意出多少钱呢？”学生要求先看看老人的账本。老人一直为苹果树做着详尽的记录，很高兴地把账本拿出来了。

翻看了账本后，会计生说：“账本上说，10年前，你花了75美元买这棵树。而且，你没有扣除折旧。我不知道这是否符合一般公认的会计准则，但就当它符合好了。这样的话，你的树账面价值就是75美元。我也出这个数。”

“啊，你们这些学生小子，知道的东西多，真正懂的东西却太少了，”老人不快地说。“没错，我的树账面价值是75美元，但明眼人都能看出它的价值远远不止于此。你还是回学校去，看看能不能找到一本书，给你讲讲该如何更好地利用你的数学技能吧。”

## 一场关于收益的对话

最后一位来拜访老人的潜在客户，是一个刚从商学院毕业的年轻经纪人。她很想检验一下自己新学来的技能，也要求看看老人的账本。过了几个小时，她回来告诉老人说，她准备以果树的资本化收益为基础，估算其价值并出价。老人头一次生出了兴趣，示意她继续说。

这位年轻的女士解释道，尽管去年收获的苹果卖了100美元，但这个数字并不代表这棵树所实现的利润。因为它有一些相关的支出，比如施肥、修剪枝丫、使用的工具、采摘、把它们拉到城里去卖，都是需要成本的。

总得有人来做这些事情，所以，付给这些人的薪水，应该从苹果的销售收入中扣除。此外，树的购入价格或成本，也是一项花销。这部分的成本，要分摊到苹果有效寿命的每一年里去。最后，还要纳税呢。她得出结论，去年，果树的利润是50美元。

“哇！”老人脸红了。“我还以为自己从这棵树上赚了100美元呢。”

“那是因为你没有按照一般公认的会计原理，把支出与收入匹配起来。”女士解释说。“有些东西，会计认为是费用，但你也不必当真开出支票来。比方说吧，你前一段时间买了一辆旅行车，你偶尔会用它拉苹果去市场。旅行车你肯定会用上一段时间，每一年，它的部分原始成本，就得从收入里扣除。哪怕你买车时是一次性付款的，你也应该把该款项的一部分分摊到今后的若干年里。会计师把这叫做折旧。我敢打赌，你在计算利润的时候，从来没把这个算进去过。”

“你说对了，”老人回答，“你再多讲一些吧。”

“我翻看了几年前的账目，我发现苹果树有些年份结出的果实比较少，卖出的价格不一样，每一年的成本也略有差异。取最近3年的平均数，我认为，以45美元作为这棵树的利润，应该比较公平。不过，要计算果树的价  
值，这还只是一半。”

“这部分更棘手了，”年轻女士对老人说。“现在我们必须算出，对这棵树平均每年能带来45美元利润的树，我拥有它的价值是多少。如果我认为这棵树只能活一年了，那么我会说，它一年的利润就代表了它的价值，也就是45美元。”

“但要是我们都认为，这棵树就像一个能年复一年产生盈利的企业，那么，关键就是要算出它的恰当回报率。换句话说，我把自己的资本投资在这棵树上，我需要计算一项每年能给我带来45美元收入的投资，对我价值多少。我们可以把这个数字叫做这棵树的资本化价值。”

“你心里有什么想法？”老人问。

“我正在琢磨呢。如果这棵树能产生完全稳定且可以预测的年利润，它就像美国国债一样牢靠了。但它的收入并无保证，所以我们还要考虑到风险和不确定性。如果它倒闭的风险很高，我会说，这一年的收入就代表了这棵树价值的很大一部分了。毕竟，你有可能碰到苹果在市场上供过于求的情况，那时候你只好降价出售，从而增加了销售成本。”

“又或者，”女士继续说，“某个医生发现每天吃苹果和心脏病发作之间有联系。再比如，发生干旱，造成果树减产。果树有可能染上疾病，枯死了。这些都是风险。我们甚至说不清，我们负担的成本是不是有所值。”

“你太悲观了，”老人回答，“说不定市场上也会出现苹果短缺，造成价格上涨呢。说到这一点，你还可以想想，兴许我卖苹果的价格低于市场上人们愿意支付的价格，你可以提价，又不会降低销售额。此外，还有一些措施，你知道的，可以增加果树的产量。这棵树可以帮助你建起整整一座大果园。这些事情都能提高收益。”

“减少你所说的那些成本，也可以提高收益，”老人接着说。“加快从收获到销售的时间，更好的管理赊账，将坏苹果的损失压到最低限度，这些都可以降低成本。降低成本能改善总销售额与净盈利之间的关系，用经济术语来说，就是树的利润率。反过来，这又能改善你的投资回报。”

“这些我全都知道，”女士自信满满地对老人说。“事实上，我们在讨论的是风险。投资分析是件不讲情面的事情。我们没法确切地知道将来会发生什么情况。你想现在就拿到钱，而我买了你的树以后，却要跟风险共处了。”

“跟风险共处，我倒是没什么问题。但我只能预先做好最坏的打算，而不是出了事再来后悔。毕竟，我的资源很有限。我要从你的树和前面那家人的草莓园里做出选择。我不能两样都买。买了你的树，就剥夺了我另外的投资机会。这就是说，我必须对机会和风险进行比较。”

“为了判断恰当的回报率，”女士接着说，“我观察了相较于苹果树的其他投资机会，尤其是考虑到了前述所有因素的农业综合行业里的投资机会。接下来，我根据对你这棵树所掌握的情况，调整了我的调查结果。基于这些判断，我认为，对这棵树来说，20%的回报率是比较恰当的。”

“换句话说，”她总结道，“假设这棵树过去3年（看起来这是一个代表时期）的平均收益象征了我能得到的回报，我愿意用能带给我20%投资回报率的价格来买下这棵树。回报率再低的话，我就不买了，因为没这个必要；我随时都可以抽身而出，去买草莓园。现在，要算出价格，我们只需把每年45美元的利润除以我要求的20%的回报率就行。”

“除法从来不是我的强项。有什么简单点儿的方法吗？”老人满怀希望地问。

“有，”女士自信地说，“我们可以用华尔街爱用的一种方法，它叫做市盈率，也即价格与收益之比。计算市盈率，你只需要用100除以我们说的回报率就行。假设我愿意接受8%的回报率，那就用100除以8，结果等于12.5。所以我们的价格——收益比就是12.5:1。但既然我想靠我的投资赚到20%，那我需要用100除以20，市盈率是5:1。换句话说，我愿意按这棵树预计年收益的5倍来买它。用45元乘以5，我得到的价值是225美元。我的出价就是这么多了。”

老人把身体向后靠了靠，说他非常感谢年轻的女士给他上的这一堂课。他会认真考虑她出的价，并请她明天再来。

## 一场关于现金的对话

第二天，年轻的女士回来，发现老人跟前摆了一大堆工作表、数目表，他还拿着一台计算器。“很高兴见到您，”老人高高兴兴地说，“我想我们不妨坐下来再聊聊。”

“你们这些华尔街的聪明人，总是按照低于真实价值的价格买入人们的财产，所以才赚了那么多的钱。我想让你看看，这棵苹果树的价值超过你算出来的那个数。”

“我洗耳恭听。”女士说。

“你把昨天算出来的45美元这个数字叫成利润，或是我过去赚到的收益。我觉得它并没有透露出什么重要信息。”

“它当然透露了，”女士抗议道。“利润衡量的是效率和经济效用啊。”

“说得好，”老人若有所思地说，“但它显然没告诉你，你到底能得到多少钱。昨天你走之后，我看了看自己的保险箱，找到了几份股票凭证，它们从来没给我分过红。但这些公司却年年向我报告说，它们的收益是多么好。现在我知道，收益增加了我股票的价值，但增加不了我能花销的股息。我的树可不是这样。”

“你算出来的收益偏低，因为有些钱我从来就没花过，比方说我旅行车的折旧费什么的，”老人继续说。“在我看来，这些利润啥的都是会计搞出来的东西。”



出于好奇，女士问：“那您觉得什么才重要呢？”

“现金，”老人回答。“我指的是你能够开销、储蓄，或者留给孩子的现钱。在未来的若干年里，这棵树会扣除成本后仍能产生收入。再说，我们要估计的是它的未来，而不是过去。”

“可别忘了风险，”女士提醒老人，“还有那些不确定的东西。”

“您说得完全正确。”老人说。“如果我们能给将来的收入和成本划出一个可能的范围，又知道前些年的年利润在45美元左右，那么，我们可以对未来5年的现金流做一个公平的估计。您看这么说怎样？现金流在40美元的概率是25%，是50美元的概率是50%，还有25%的概率它能冲上60美元。”

“这也就是说，如果你把所有的概率扯平，那么我们猜，50美元应该是最合适的。”老人说。“接下来，我们再假设5年过完以后，未来10年里它的现金流平均是40美元。之后就没了。果树专家告诉我，15年以后这棵树就长不出来果子了。”

“现在我们要做的，”老人总结说，“是这样算一算：你明年、后年、大后年，一直到第5年，每年得到50美元，再之后的10年，你每年得到40美元；再之后，你还能把树砍了当柴火，得到20美元。那么，你现在该掏多少钱呢？”

“这倒简单，”女士承认。“你只要算出包括折余价值在内的未来进项的现值就行了。当然了，你需要判断折现率是多少。”

“没错，”老人附和说，“我的这些图表和计算器就是拿来干这个的。”老人给女士看了折算表，说明在不同折现率之下，将来收到的1美元现在分别值多少。女士点点头。从表上来看，倘若折现率是8%，那么一年之后收到1美元，现值是0.93美元，因为今天的0.93美元，按8%的收益率进行投资的话，一年以后就能带来1美元。

“你可以把钱存在储蓄账户里，稳稳当当地得到5%的利息。但你也可以购买美国国债，根据现行利率，它大概能给你带来8%的利息。在我看来，这就是无风险利率了。你把钱放到其他任何地方，都丧失了毫无风险赚8%的机会。但按8%来折现的话，只补偿了你把钱投在树上而不是美国国债上的时间成本。但来自苹果树的现金流并非毫无风险，所以，我们需要用一个较高的折现率来补偿你投资的风险。”

“假设我们同意用15%的折现率，计算上面提到的各项未来收入的现值。这种风险度的投资，一般的折现率都是这么多。你可以去找我的邻居打听看看，他昨天刚把自己的草莓园卖掉。根据我的数字，预计年利润的现值是268.05美元，柴火的现值是2.44美元，加起来是270.49美元。我要个整数好了，270美元。我给风险留出的调整余地已经很大了，因为要是我用8%的折现率，算出来的数会是388.60美元呢。”

年轻女士想了几分钟，对老人说：“你昨天假装要我教你，可真够狡猾呀。你只是个种苹果树的果农，从哪儿学到了这么多金融知识？”

老人笑了：“智慧来自在多个领域积累的经验。”

“我喜欢这个小练习，让我给你讲点金融天才们对我说的的事儿吧，”女士回答，“不管是根据你用的这种现金流折现法，还是我提议的资本化收益法，只要我们俩都足够正确地运用了它们，算出来的价值应该是完全一样的。”

“没错！”老人大声说。“看来，天才小子们迎头赶上了！聪明人不光会看从前的收益，在预测未来现金流时，还会考虑到管理层的因素。问题是，哪种方法出错的可能性更大呢？”

“较之收益，我更喜欢我的现金流方法，因为它用不着处理像旅行车折旧这一类我根本没有付出的成本。而要是用你的方法，就必须对这一类东西的使用年限、折旧速度做出武断的假设。你出错的地方就在这儿。”

“说得好，你这狡猾的老鬼，”女士还嘴说，“但你应该知道，你的计算里也有相当大的错误空间呢。在现金流准确而稳定的时候，折现很容易；可要是将来出现一些大笔的一次性费用，它们就派不上作用了。比方说，几年以后，你的树需要来好好地修剪枝叶、大规模地喷洒农药，这笔钱可不会出现在你的现金流里。这种一次性的劳动力和农药支出，让你的计算失去了准头。”

“听我说，”女士一鼓作气道，“我给你250美元。根据我做的严格分析，这个价我可真是买贵了。但我真的很喜欢这棵树。我想，愉快地坐在它的树荫下乘凉，也能值上几个钱。”

“成交，”老人答应了。“反正，我从没说过要卖给出价最高的，我说的是，卖给出价最准确的。”

## 寓意

老人和树的寓言故事介绍了好几种评估生产性资产（单一资产或整个企业）的方法。第一个人50美元的出价，是根据树的折余价值来的，有时候也叫“残值”。给生产性资本、企业或股票估价，这种方法恐怕是最不合适的（尽管20世纪80年代喧嚣并购潮中，许多骗子另有说法）。

第二个人100美元的出价只看了果树一年的收益，忽略了它今后的盈利能力。互联网卖苹果小子1500美元的高出价，只是把未来的预期收益简单地加起来，忽视了金钱的时间价值。要进行恰如其分的估价，这些方法全都不够资格。

医生的出价代表了一种基于市场的估价方法，它以其他买家愿意出多少作为参考基准。但只有当拟议资产或类似资产在相当成熟的市场里存在定期交易，这种技术才能发挥作用。即便如此，这也是个自循环式的方法，因为它用问题（在其他人心目中，它值多少？）来求索答案（根据其他人的看法，它的价值是多少）。

最后一位买家和老人分别采用的是资本化收益法和现金流折现法，他们一致认为，这两种方法最合乎情理（请注意，如果这两种方法运用得当，得出的答案应该是相同的）。最终，他们达成了交易。买家倾向于收益法，因为有关收益的会计准则能够相当准确地反映真实的经济状况。老

人对这些会计准则不怎么信任，主要是因为它们要从收入里扣掉折旧部分，而对折旧是否准确地反映了真实的经济状况，老人并无把握。

尽管理智的人可能提出不同的意见，但这两种方法都表明，估价不是愚人的游戏。买家和老人都正确而明智地意识到企业分析中敏锐判断力的重要性。你选择的投资类型，不确定性越大，你的判断力就越是要像剃刀那么锋利。

挑选指数基金甚至共同基金需要的知识和判断最少；挑选经典股，所需判断力稍低；挑选优质股，判断力要多点就行了；挑选新秀股，所需判断力最多。从苹果的角度讲，老人的苹果树类似于通用、杜邦或联合技术公司这种经典企业。它成熟，富有生产力，有着长时间的跟踪记录。

另一种极端大概要算初创的网络公司了，它们只有纸面上的记录——一个商业方案。用苹果来打比方，就相当于是一袋子苹果树种。就算原料都有了，你面前仍然摆着整个执行的部分。你仍然有一些可以用来评估将来前景的基础，如种子、土壤、肥料和果农的素质等。但此时，你需要的判断力比面对一棵成熟的果树时要多得多。

这则寓言还有一些额外的寓意：方法是有用的工具，可良好的判断力不单靠方法，还要靠经验。经验来自过去的判断失误。仔细听专家怎么说，要留心他们不告诉你的那些事。在他们自信满满的断言背后，总藏着一大堆不和谐的风险和不确定性。错误的假设，能把你带到远离真相的地方。最后，你不会永远都是个学习的年轻人。

## 基本常识

老人和最终买家都有着共同的企业分析头脑。这种针对个别企业的思维定势必须以若干整体条件为基础，也就是经济学家所谓的宏观经济背景，如利率、税收、通货膨胀率，以及金钱的时间价值（或复利）。

### 复利

沃伦·巴菲特在32岁的时候，写了一篇诙谐的小品文，对货币的时间价值做了有力而直观的介绍：

我从一些不怎么可靠的来源听说，当年伊丽莎白女王赞助哥伦布航海的费用大约相当于30 000美元。我们至少可以把它看成是风险投资的一次成功尝试。姑且不考虑发现新大陆给人们心灵上带来的所得，有必要指出……这笔交易并不完全是IBM故事的再版。非常粗略地算一下，这30 000美元，若按每年4%的回报率投资，积累到今天，差不多该有2万亿美元了……

整整2万亿美元，这还是按4%这个非常温柔的回报率来算的。复利小看得，它能给人带来极大的惊喜。巴菲特把这篇小文章叫做《复利之乐》。

这就难怪有人会编出以下这个小故事了：有一回，巴菲特挤进了拥挤的办公楼电梯里。所有人都盯着电梯顶上的楼层指示灯，只有巴菲特在扫

视电梯的地板。他走出电梯的时候，弯下腰，从地板上捡起了一分钱。电梯门在他身后合上，一些乘客的脸上露出嘲讽的笑容，其中有个人说道：“他的下一个10亿美元，就是打这一分钱开始的。”

如果你觉得今天的一分钱积累不成高山，那不妨想一想它会随着时间涨成什么样！这就是货币未来价值带来的欢乐——复利越高，金钱的未来价值越多。你可以通过两条途径来获得复利。你可以早早地把钱存起来，也可以寻找更频繁的回报（利息或股息分红），并将之再投资。这就是为什么积累财富需要你早储蓄、多储蓄，并且只在价格合适的时候投资。

投资者会牢牢把握复利之乐，因为它是一种能够迅速评估各种投资机会的有用工具。要方便地进行比较，你只需计算在不同复合收益率（或复合利息）之下，定量的金钱多久才能翻一倍就行了。

这就是所谓的“72法则”，也就是说，用72除以给定的回报率，就能算出一笔钱翻一倍所需的大致年限。例如，一笔复合收益率是9%的投资，8年左右就能翻番（72除以9等于8），一笔复合收益率是6%的投资，翻番需要12年（72除以6等于12）。

72法则能说明现在的钱和将来能收到的钱之间的各种关系。比方说，你希望一笔钱过一定年份涨到某个数目，用72法则可以算出必须的回报率是多少。又或者，你知道回报率是多少，也知道一定年限后你想要的数目是多少，你可以靠它算出现在需要多少本钱才够。

这里举个例子。如果从现在开始算起到未来40年，每年的平均回报率

是9%，要想在65岁时退休时变成百万富翁，一个25岁的人现在需要存多少钱就够了呢？我们从65岁时的100万美元开始倒推。按9%的复利计算，一笔钱大约每8年能翻一倍，那么，在57岁的时候，这个人需要有50万；49岁时，需要25万；41岁时，需要12.5万；33岁时，需要6.25万；那么眼下的25岁，她只需要31 250元就够了！

倘若这说明了复利之乐，让我们再来用72法则解释一下较高回报率能带来的好处。假设对这个25岁的年轻人来说，未来40年的回报率不是9%，而是只有6%。现在，她的钱大约每12年（不再是8年）才能翻上一倍了。所以，自此以后12年，她37岁时有了6.25万元；49岁时有了12.5万；61岁时有了25万；73岁时有了50万；她要等到85岁时才能最终变成百万富翁！

## 利率

苹果树寓言里微妙却最为重要的一点知识是，利率在资产估价中发挥着重要作用。老人提到，美国国债的利息，就是无风险利率。在评估国民经济中其他资产的价值（包括企业的价值，企业股票的价值等）时，这一基准利率起着决定性的作用。无风险利率为风险资产的价值确定下了标准。无风险利率越高，风险资产的价值就越低；无风险利率越低，风险资产的价值就越高。

沃伦·巴菲特在接受《财富》资深编辑卡罗·卢米斯采访时曾经少有所地做了一次公开评论，他说，在20世纪60年代末70年代初无风险利率非常高的时候，股市的平均价格相当低迷。从20世纪60年代初到70年代末，道琼斯



指数几乎丝毫没涨，因为对购买股票的投资者来说，他们所得的回报率必须高过当时的天价无风险利率，投资才划算。而在无风险利率很低的20世纪80年代中期到21世纪初，股票的平均价格一路飙升。此时，投资者能够相对容易地获得风险贴水（高于无风险利率的回报），道琼斯迎来了史上最大的一轮牛市。

## 税收

除了炒股亏钱之外，很多业余的短线炒家还忽视了飞快地买进卖出股票，累计起来要纳多高的税。这部分的损失，除了直接给出去的税款，还包括税款的时间价值。

假设你买下了一项总年限为30年、年回报率在15%的投资，它会把每年的投资复利都累积起来，在投资到期之前，你无须为它纳税。再假设投资在第30年底到期之后，你从它那里所得的收入扣掉了35%的税。这意味着你的税后年回报率约为13.3%。这么高的回报率，相当难得了。

让我们再来做一个相反的假设。这笔年回报率为15%的30年投资，每年都付给你15%的回报，而这笔钱，你每年都要纳税35%。你的税后年回报率一下子就缩水到9.75%上下了。你说，净回报不算差嘛，可这就比30年后一次性纳税的情况少了3.5%的回报率。在长达30年的时间里，3.5%的复利差距意味着相当大的一笔钱了。

不管投资回报率处在什么水平，事情都是这样；哪怕回报率较低的时候也不例外。倘若投资的税前回报率是10%，只在第30年底一次性扣税的

话，税后回报率约为8.3%；而要是你每年都要为它带来的收入纳税的话，回报率就只有6.5%了。同样的道理，2%的复利差距积累个几十年，最终会变成好多好多钱。

## 通货膨胀

在我们的寓言故事里，商学院的辍学生不懂得货币在不同时间的价值是非线性的。大多数时候，通货膨胀和回报不同，各种回报彼此之间也有差异。4%的年通胀率指的是，1月1日可以用100美元买到的一堆商品，到了12月31日得用104美元才买得到了。但要是你在那一年里，把100美元放进利息为8%的储蓄账户，到了年底，你账户余额为108美元。倘若没投资的话，这100美元在购买力上会减少到大约96美元，而投资之后，你的购买力约为104美元（也就是108美元减去4%通货膨胀率给购买力带来的影响之后所剩下的余额）。

这些宏观经济因素都对价值有着影响，尤其是税收和通货膨胀决定了你的总回报让你增加了多少购买力。在进行估价的时候，每当利率变动，都必须重加调整。做个企业分析师，需要你对这些东西有认识，但你没法预测它们。正如巴菲特所说：“股市、利率或商业活动，一年以后会是什么样子，我们从来没法设想，以前没法，现在没法，将来也没法。”不过，要搞投资这一行，你怎么也免不了要吃些菠菜进进补。严格按照商业投资菜谱进食的人，肌肉会更发达，身体会更壮硕。接下来，我们将为您送上第二堂课。

## 第7章 你的能力范围

投资者应回避在自己能力范围之外的股票；购买不在自己能力范围内股票的人，是赌徒、投机客，要不就是傻瓜。如果你缺乏理解一家企业的知识基础，也就是评估价值——价格之间差距的最终基础，却还是买了这家公司的股票，那你就跟拉斯维加斯或大西洋赌城里的扑克牌赌徒没什么区别。你所做的一切，无非是猜测、希望，甚至祈祷事情朝着对你有利的方向发展。但除了碰运气，你实在拿不出什么理由来说自己的想法没错。

在投资任何企业之前，你要做的第一件事，是确保自己对该企业有着基本的理解。你要熟悉它的产品、客户、销售环境，等等——简而言之，也就是它的经营气候。

理解宝洁这类的企业跟理解应用材料公司（Applied Materials）这样的企业是完全不同的。前者生产和销售各种我们熟悉的日用品，如花生酱、肥皂和牙膏；后者生产和销售各种高技术材料，用于半导体行业，如平面晶体管和多晶硅的镀膜、蚀刻、离子、植入和计量等（看得懂吗）。

在做出投资决定之前，先获取必要的资料，判断企业是否在自己的能力范围之内，这很容易。上美国证交所维护的网站，或是联系华盛顿特区的证交所总部，或它的各区域办事处。要不就直接上各公司的网站。你甚至可以从许多其他网站上搜索证交所的数据库。

找到公司年报里“管理层讨论及分析”的部分。这是对该公司的叙述性的评定，应该有助于你判断自己是否能理解它。另一种有用的参考来源是董事长或CEO的公开信，你既要看看它讲了公司的哪些情况，也要看看它回避了哪些情况。多读年报，能让你学到许多知识，你读得越多，越能更准确地评估它们。

## 初始范围

能力范围应当根据你理解企业及其经营气候的天资和意愿来划定。你的知识和资质定义了这个范围的界限；这些界限框定的内容，就是你能对什么样的企业做出明智的投资决策。超出了这一范围的企业，要么太难，你理解不了；要么变化太快，你跟不上它的节奏。

要定义你的能力范围，请先从你自己从事的行业开始。零售店经理可能比较擅长理解药品连锁店CVS、Walgreen's、服装连锁商盖普、家得宝；餐厅员工可能更长于理解麦当劳。在能源行业就职的人一般懂得这一行，知道埃克森美孚、德士古公司是怎么回事。工程师和科学家们更容易摸清陶氏化学和杜邦公司；搞电信业的人对MCI、AT & T和朗讯更有把握。医生显然在评估礼来和辉瑞制药公司时有一定的优势。而若是评估约翰迪尔（John Deere）公司，农民说不定比一般华尔街银行家更准确。

再想想你平时买什么、用什么，你是怎么做的。你兴许知道美国家庭用品公司、宝马、联邦快递、索尼公司不少情况；至少，你能比自己想象

里更好地理解它们。如果你喜欢巧克力，试试理解雀巢；如果你是啤酒爱好者，看看百威和喜力；如果钻石是你最好的朋友，那就去找蒂芙尼吧。

对你所在地的区域性公司也一样。纽约的联合爱迪生公司、落基山脉（南达科他州、怀俄明州和蒙大拿州）的黑山电力公司、芝加哥的第一奥克斯地方银行，洛杉矶的威尔希尔地方银行，以及东南部（阿拉巴马州、佐治亚州和佛罗里达州）的阿拉巴马国立银行，对生活在这些地区的人应该比较容易理解，调查起来也有意思。对常驻某地的大公司也是一个道理，比方说西雅图的波音公司、亚特兰大的可口可乐公司、达拉斯的金佰利公司、密尔沃基的江森自控有限公司。

那些自然而然就在你能力范围的公司，跟那些表面上看不怎么明显、其实也挺符合的公司之间，存在什么样的联系呢？如果你是干零售业的，古琦、拉夫·劳伦和爱马仕国际这些服装公司怎么样？像凯尼斯·柯尔（Kenneth Cole）这样的后起之秀又如何呢？体育迷可能更希望多对耐克有些了解；音乐人嘛，钢琴制造商施坦威不错。只要你确定了自己正在从事或感兴趣的领域，上各大投资银行或知名网站上看一下该领域的公司清单，合适的例子就源源不断地涌出来了。

找出你有所认识的若干公司和行业之后，为进一步清晰地划定你的边界，你需要问自己几个有关该公司的常识性问题，评估该公司是否够资格进入你的范围。如果你能回答这些问题，那么该公司可能够资格，如果你回答不出来，重新选一家更有把握的公司，再问一遍同样的问题。这里列出一些关键性问题。

这家公司销售哪些产品？提供哪些服务？剃须刀（吉列）、计算机芯片（英特尔）和游艇（嘉年华公司）可是大有不同的。你理解这些产品吗？你知道它们是怎么用的吗？

这家公司生产的产品是人们需要的吗？人们肯定需要剃须刀和芯片，但豪华游艇度假这种奢侈品可就不见得有了。在不确定的将来，这些产品会有人需要吗？牙膏（高露洁）、纸张（Mead纸业）和宠物用品（你还记得是哪家公司生产它们吗？），不一样的地方可太多了。今天的需求和明天的需求也大不相同（要是电解和激光去须技术有了长足发展，说不定剃须刀就没人用了；目前正处于研发阶段的化学动力芯片，有可能替代现在的计算机芯片）。

较之可能的替代品，该公司的产品有些什么特色呢？可口可乐和百事可乐之间的区别虽然微不足道，但消费者是不是这么想的呢？饮料行业，以及其他许多日用消费品行业，产品的细分有可能带来极大的成功。

换一种方式问，这家公司有没有可能提高产品价格，又不会造成销量下降呢？嘉年华公司对它的游艇提价，恐怕比Mead对它生产的纸张提价要容易许多。提价又无损销量的能力，叫做“经济商誉”。有些公司让自己的产品在消费者眼里别具一格，让自己的产品显得值得多花钱购买，从而获取了更多的经济信誉。B & O成功地做到了这一点，它将自己的形象提升成了“高端”音响和其他影音器材生产商。

接下来，是对产品市场提出同一类的问题。公司的目标客户和客户群

是什么样的？是青少年（如电子音乐），还是退休人士（医疗设备）？是男性，还是女性（体育用品、服装、化妆品）？

该公司是否有相当大的一部分收入来自极少量的客户，比如像宝洁（13%的销量都来自沃尔玛）一样？它是有数百万的客户，还是只依赖少量的客户？（可口可乐公司又超过1.4亿的小经销商客户，产品经这些小经销商之手，卖到终端顾客手里。）

公司对客户的依赖性到了什么程度——主要客户是否足够强健稳定？哪怕企业有着久经时间检验的知名产品，也会因为主要客户的政策变化蒙受重大经济损失。美泰（生产著名的“芭比娃娃”）和孩之宝（手下有大量强势品牌产品，如“星球大战”系列和“宠物小精灵”系列玩具），都曾因为大客户玩具反斗城在库存控制上的重大变化（玩具反斗城把大部分库存成本从自己的门店转嫁给了制造商）饱受财务冲击。

公司如何销售产品？直邮（如戴尔）和门店（如星巴克）是截然不同的分销模式，反过来说，它们跟通过互联网销售（比如亚马逊公司）、行业制造商对本行业客户的销售（如江森自控公司和通用电气公司）也完全不同。

公司有哪些地域性市场？亚洲经济衰退可能会给主要业务在此开展的跨国企业造成重大利润损失，1998年的亚洲金融危机就让宝洁和可口可乐这样的老牌知名企业受了重创。不过，由于这两家公司的业务范围遍及全球，它们还是在挫折中存活了下来。

面对经济和商业条件的变化，公司能否迅速适应，甚或把握先机？能够激动灵活地将旧经济业务和新经济战略结合到一起的公司（比如通用电气）是值得信任的。你能判断出哪些公司具备这种能力吗？

这些常识性问题还可以继续问下去，比方说：公司的供应环境如何？员工关系怎样？它是否在政治或经济极不稳定、风险特别大的地区开展业务？

靠着这些问题，应该足够检验出一家公司是否在你的能力范围之内了。还是那句话，如果你能回答这些问题，那么这家公司或许够资格划入你的能力范围，如果你回答不出来，就重新找一家你更熟悉的公司试试看。

格雷厄姆建议说：“选择面是很大的。在选择的时候，不光要看个人的能力和知识；兴趣和偏好同样重要。”巴菲特也说过：“你不必精通每一家公司，甚至不必精通多家公司。你只需要能够评估在你能力范围内的公司就行了。能力范围有多大并不太重要；但了解它的界限却是关键。”如果非要你在范围大和边界清晰之间做出选择，记得选后一个。当然了，较大的能力范围能赋予你更多的机会，所以，努力扩大它吧。

## 能力范围的培养

你范围的边界必须随着时间而改变。如果你原地踏步，有些原来属于你范围的公司说不定干脆就消失了。假设你现在是时尚界大师——比方说你



在纽约服装行业工作，或是大型零售连锁店（如萨克斯第五大道精品百货店）的采购，你肯定知道为了在未来5年内保持大师地位，你必须在这一时期不断学习新东西。事实上，尤其是在时装行业，你必须每天都紧追慢赶，因为时尚是一门飞速变化的行业（看它的名字就知道）。色彩、裙摆、剪裁、谁热门、谁落伍，时时刻刻都在变。为了保持领先地位，你必须主动改变。

如果你10年前在一个行业里待过，你光凭借对它10年前的认识来评估现在该行业里的公司，这样的位置对你来说是非常不利的。以图书出版业为例，这一行在过去10年发生了飞速变化。例如，在分销渠道，首先是巴诺和Borders这类连锁书店的兴起，使得许多旧式独立书店黯然失色；接着，像亚马逊这一类网上书店的兴起，再次改变了这一行的角力局面。整个图书出版业发生了大融合，变成了更宽泛的娱乐行业的一部分。

这一时期，出版业人士需要不断扩充自己的相关知识，同时对自己的投资能力范围重加调整。如果一位编辑、出版商或其他业内人士抱着固有的认识不变，不光有可能失去职业竞争力，还磨损了对自己所在行业的投资眼力。如果你现在停止学习，随着世界的变化，你知道的东西就减少了。而随着世界的变化，哪怕你只想停在原来的位置，也得知道更多才行。

能辨明行业发展趋势的人，能够更好地确认这个行业里的哪些企业有可能保持领导地位，或脱颖而出。意识到自己了解的行业会受其他哪些你不怎么了解的行业所影响，这一点同样重要。图书出版业把原来两三公斤

重的书放进了磁带或光盘里，给音乐行业造成了竞争——人们在汽车里，甚至在自己的家里听起书来，不再听音乐了。把好几十本百科全书装进一张光盘的做法，咬掉了传统印刷百科全书行业很大一块利润。

面对来自其他行业的入侵和本行业的被动转变，要想保持能力范围，你必须对这些“其他”行业有所认识。这就是说，要维持你的能力范围，你不光要对属于这个范围里的东西了如指掌，还要不断扩大你的能力范围，把那些有可能造成影响的东西囊括进去。

有些人从小在技术环境下长大，对电脑、数字化和互联网比对时尚和出版懂得更多。所以，他们最初的能力范围可能仅限于技术行业的公司。然而，光是坚守这些行业很危险。其他行业（比如时尚和出版业）如何使用来自高科技公司的技术，对高科技公司价值的影响是很大的。

同样道理，在时尚或出版行业工作的人，对这些领域可能比对技术更为了解，他们最初能力范围大概也会是自己这一行里的企业。可高科技公司推动着时尚和出版业的变化，要是他们不了解这些技术公司的知识，以后对时尚和出版的认识也会越来越少。

所有公司和行业都会因为外力而发生改变。这些外部力量包括全球化、计算机信息化，美国服务行业的兴起、全球电子商务行业的兴起，等等。跟上这些发展，有助于判断变化带来的冲击。还有一些很难衡量的外部力量，如战争、贸易争端、石油价格上涨和地震。这就需要进行精妙的平衡。

格雷厄姆说：“有些不在公司控制能力之内的因素，同样会对公司股票价值造成影响。行业前景、整体业务环境、股票市场环境，通胀或萧条时期、认为市场影响、对证券类型的偏爱——这些因素无法用严格的比率或安全边际观点来衡量。你只能靠着频繁接触金融和行业新闻，获取全面的知识，对其进行判断。”

巴菲特对此表示赞同，但他更强调要选准企业（也就是说，不管出现什么样的外来因素，都能蓬勃发展的企业），而且，绝不能沉浸在能够通过水晶球预知未来的幻想里：

我们以后仍将忽略政治和经济预测，对许多投资者和商业人士来说，它们实在是太分神了。30年前，没人能预见到越南战争大规模爆发，工资和价格受控，石油冲击来了两轮，一位总统辞了职，苏联解体了，道琼斯指数一天之内跌了508点，或是国债收益率居然会在2.8%~17.4%的范围里上下波动。

然而，叫人惊讶的是，这些重磅炸弹新闻对格雷厄姆的投资原则没有丝毫地削弱……恐惧是投机者的敌人，却是基本面分析人士的朋友。

未来30年，肯定还会出现另一轮重大冲击性事件。但我们绝不会试图去预测它们，也不会试图从中牟利。

所有公司——不管是经典企业、优质企业还是新秀企业，都会出现特点和性质上的变化。销售量和收入不断上涨的经典企业，可能会因为竞争对手和新进入者的挑战，重要市场的低迷，或客户、供应商改变了业务方

式，而走上了下坡路。销售量少、没有收入的新秀，也可能逐渐成为行业主宰，扼杀竞争，最终产生巨大的收益和价值。优质企业走上这两条路的可能性都存在。

哪怕所有的企业都要变，一部分企业却一直守着一不变，这一点，也就是客户总是回来找它们的原因。如果你的能力范围中有这样的公司，那一定要多加关注；它们非常罕见，非常珍贵，巴菲特称之为“早晚总会成功的公司”。

在维护和扩展能力范围的过程中，要注意到，会对行业和企业造成影响的变化，是遵循着某些界定清晰的轨迹的。业务变化并非不可预测，只是很难预测罢了。业务变化的类型和模式千变万化，但这些潜在的无穷变化可以用很简单的方式归纳组织起来，让你从盈利性的角度来思考这些变化。主要的模式一般跟产品及其品牌知名度、商品特点、供给的来源及成本、分销链、客户习惯和口味、业务及组织设计相关。

以品牌商品的模式为例。有些企业能将一种日用产品变成品牌产品，比如高乐氏的漂白水，柏杜的鸡肉。品牌产品也有可能变回日用产品，走上福特T型车和胡佛真空吸尘器的道路，或者像施乐复印机和金宝汤那样，品牌的特权价值降低了。了解公司的品牌定位很重要，但更为重要的是了解品牌的承诺，以及品牌推广、保护和扩大这一定位的能力。

供应模式能够减少或增加公司必须维持的库存量。能减少库存的企业，最终能降低成本，提升利润。戴尔和供应商建立了紧密的联系，消除

了相当大部分的电脑部件库存。IBM和康柏在这方面做得可就差得多了。

分销模式一贯重要，在互联网的曙光阶段，它得到了大量的关注。同一时期，产品直销消失了。富勒刷子的推销员，送牛奶上门的推销员、雅芳小姐，都曾给各自的公司带来过可观的利润优势，但随着美国转向郊区生活，汽车、高速公路、购物中心和商场的大规模出现，情况发生了变化。当然，随着直销人员的改头换面，开始为家庭直接运送电脑、书籍和杂货，有些事情再度起了变化。

捕捉到了大众暂时性想象的可笑产品，兴许能产生一些短期利润（如呼啦圈、溜溜球），但这一类产品最典型的模式是，大众的口味突然消失，产品的利润转移到了收藏家和交易商手里（eBay就是这样起家的）。持久的模式才能带来长期利润中心，比方说纳贝斯克糕点公司就利用健康饮食的发展趋势，生产低盐低脂食物。

业务组织和设计会随着企业经营和竞争的环境大幅变动的：

全球化使得许多公司（如宝洁和施乐）重组管理层结构，从前按地区划分事业部，现在是按产品线划分事业部。

互联网和电子商务的兴起，使得许多公司开创了全新的业务领域，在线销售其产品；或把现有业务的主要部分进行调整，利用互联网销售的低成本和大覆盖范围。通用电气是双管齐下的。

转向服务利润中心、利用较少的硬资产释放更多的利润，使得许多公

司把部分业务承包给了管理人员，不再是直接所有。巴诺书店进入大学图书市场就靠的是这种方式。

能够调整组织结构和业务设计来迎合多变的需求和机遇的企业，是值得多加注意的好公司。如果你注意到有一家公司不断这样自我调整，那不妨多去了解一下它。就算这些公司进不了你的能力范围，你也可以靠着研究它们得到的知识，扩大你的能力范围。可口可乐和迪士尼就是很好的例子。

可口可乐公司的主要业务是在全世界销售饮料，浓缩糖浆构成了可口可乐的品牌，但“美汁源”（Minute Maid）和其他近200多家企业也是以此为生。可口可乐公司把大部分的资源用来推销自己的品牌，提高消费者认知度，并靠着多家独立和全资所有（以及部分所有）的瓶装商，维持、扩大自己的瓶装饮料业务。20世纪80年代，可口可乐公司看出，它的主要客户不再是直接饮用可乐和其他品牌饮料的终端消费者，而是全世界范围内分销饮料给终端客户的经销商，于是对自己做了彻底的改造。这次转型是在可口可乐前CEO罗伯托·戈伊苏埃塔领导下完成的，本书在最后一章对此做了更深入的讨论。

迪士尼的主要业务基本上是通过美国广播公司(ABC)、ESPN、主题公园和度假地广为传播的创意内容（电影、动画和图书）。迪士尼的独特之处在于，去迪士尼乐园（尤其是带着孩子或孙子）是一场无与伦比的经历。而且，迪士尼不断振兴着自己的业务，它挤入电视行业，开发能以多种形式（电影、磁带、主题公园、服装和纪念品等）销售的重磅产品，还

利用互联网来进一步拓宽自己的创意内容和分销渠道。

以上并未详尽地罗列出所有模式，但它们都是能调整、重塑你能力范围，值得你加以关注的重要趋势。下面，为了重塑你对公司的认识，把它们变成你能力范围之内的东西，让我们来仔细探讨一些案例吧。

## 全面的能力范围

让我们从本书开头提到的三大类别中各选一家来讨论吧：经典公司——通用电气，优质公司——微软，新秀公司——亚马逊。这些都是财经媒体广泛讨论的重要企业，但它们区别很大，它们的历史、产品、金融和业务特点各不相同。

通用电气公司在相当多的行业里开展业务，部门众多。它最重要的部门是冰箱等电器、灯和灯泡等照明用品、全国广播公司(NBC)、飞机引擎、资本服务（它本身就是一个有着30多家分公司的多元化集团，在全世界开展各种消费者和商业金融活动）、从汽车到CD光盘都要用到的塑料，以及工业、医药、电力和运输系统（如工厂自动化、医疗设备、燃气涡轮机和火车头等产品和商业解决方案）。

了解通用电气是一项高难度任务，因为它需要你对金融、广播、消费者和工业等不同行业有一定的基础知识。但要是你读过它过去几年的年报，并特别注意前CEO杰克·韦尔奇（我们会在第14章讨论他）撰写的致股东的精彩信件，你一定会对该公司及其运营方式产生清晰的认识。事实

上，韦尔奇认为，了解通用电气并不难，等你读完第14章以后，你或许会同意他的看法。

头一件引起你注意的事情是，通用电气公司现在变成的这个样子，杰克·韦尔奇在20年前就做了宣告。他说，只要能在一个行业达到第一或第二的位置，公司都可以保留任何业务。达不到这个标准的业务，就调整、变卖或终止。最终，通用电气公司留下来的业务，就相当于是一份相当华丽的艺术藏品，而杰克·韦尔奇，则是它的保管人。

较之有上百年历史的通用电气，成立于1975年的微软算是新人了。它开发、制造一系列的软件产品（包括操作系统、服务器应用程序、工作效率程序和软件开发工具），并为之提供授权和技术支持。微软的巨大成功，迟至20世纪80年代末都很难预料，因为那时候软件行业的角力局面充满了变数。这10年过去之后，20世纪90年代的到来正式确认了该行业的力量和重要性，微软的主导地位也变得较容易预测了。

然而，20世纪90年代末互联网的大范围普及，看似对微软的业务构成了威胁。可微软强势打入了网络浏览器这一行，设法引导（这是适应性强的一种特点）开了这一危机。虽然微软比亚马逊要稍微年长一些，但跟通用电气比起来还是很年轻的，这使得人们很难预测它的未来前景（哪怕完全不考虑法律和监管环境）。

不过，你仍然可以从微软的年报中了解，视窗操作系统安装在了3亿台采用英特尔架构的个人电脑上，从这个意义上来说，微软不愧为全世界顶



尖的PC软件公司。它也是电脑应用程序工具的领头羊，在互联网上的发展非常迅速。它下属的网站，如Hotmail、MSNBC、Carpoint和Money-Central，每个月有4亿多用户访问。如果这些计算机和互联网业务正和你的胃口，读一读微软年报里的内容，CEO比尔·盖茨写的书，或是公司致股东的信件。

亚马逊创办于1994年，在企业界只能算是个小孩子，它的主营业务是图书、CD和录像带（总数量约达500万种）的网络零售。它的业务模式，尽管有趣，但很难盖棺定论，因为它还在飞速变化着。亚马逊一开始是一家书店，但很快就把产品线扩大到了玩具、电子产品、家装用品方面，甚至还跟索斯比拍卖行成立了一家合资公司。它的网站平均每月吸引的访客多达1 200万人次。

亚马逊以实时方式从供应商处购买存货，从而将库存和仓储成本降到了最低，它从自己的网站上接受订单，由仓储团队安排运送。不管人们对这种业务模式有什么看法，有一点不容置疑：互联网作为消费者购物的一种重要途径，已经获得了巨大的成功和发展。亚马逊的业务模式就建立在这一事实的基础之上。

虽然到目前为止一切都好，但对大多数人来说，互联网的历史太过短暂，要预测亚马逊及其他电子商务企业的未来发展，比预测通用电气甚至微软要困难得多。事实上，由于亚马逊目前还从没产生过利润<sup>[1]</sup>，预测它的前景本身也的确很难。图书业务非常成熟，发展缓慢，竞争激烈，利润率很低；亚马逊在其他行业的扩张，带来了巨大的前期成本，短期内，公

司的亏损会进一步加大；当然，未来它有可能赚回巨大的利润。

亚马逊越发多元化的业务，有可能分散管理层的注意力（就像多元化的投资组合有可能分散你的注意力一样）。虽然说，如果管理得当的话，业务多元化有可能干得像通用电气公司那么成功。除开这些不确定性，亚马逊的生意真的很有意思。要是有人具备对它多做了解的天分和能力，却没多下工夫，那可就太愚蠢了。

## 做决策

评估一家公司及其所属行业、相关行业的信息，能让你对预期回报及损失做出理性的判断。要是你不这么做，那就是在抛骰子赌运气。要是做决策的人足够保守，他会采取这样的立场：在没有切实的证据和信息之前暂不表态。如果用数字来表示的话，他们大概会说，你肯定要有相当的把握（比方说你对结果有90%的把握，只有10%拿捏不准）再做出判断。

不那么保守的人则相信，做出某一决策，需要证据多少才够，要看决策做对了带来的回报和做错了带来的损失之比是多少。倘若决策做对了带来的回报非常高，而做错了的损失又非常低（比如得到99美元对损失1美元），那么你可以大幅调低心里的把握性，低到1%都可以。人们买彩票，反映的就是这种决策心理。

如果收益—损失矩阵的形势反过来（比方说得到1美元对损失99美元），那么你就要有大得多的把握才行了——也许接近100%。在生活里，

这就是稳赢不赔的赌注。但即便是最铁杆的赌徒也知道，根本没有什么稳赢不赔的赌注。

哪种决策的态度最适合你自己的心理，是由你的风险偏好决定的。损失无可避免。如果损失让你的痛苦指数飙升，那就要坚持保守方法，如果你能容忍损失，就可以采用更为激进的做法（注意：在大多数人的权重里，损失要比收益大差不多2.5倍）。

巴菲特是一个保守的决策者。他在解释伯克希尔·哈撒韦少用外债的保守财务策略时说，哪怕高债务杠杆有99%的概率带来好的结果，1%的概率造成介于痛苦和违约之间的后果，他也不会下这样的赌注：“我们不会喜欢这种99:1的赔率，永远不会。在我们看来，获得额外回报的高概率，没法抵消危险或耻辱的小概率。”

格雷厄姆也非常谨慎，他警告投资者要避免收益少、损失大的冒险。他建议根据知识和经验来下判断，不要光靠乐观精神（在很多情况里，乐观精神极为宝贵，但在投资上不是这样，巴菲特把乐观精神称为“理性买家的敌人”。）

格雷厄姆和巴菲特的观点反映了当代的社会心理学认识。相关的研究表明，在任何决策过程中，大多数人共有的认知缺陷会造成判断上的潜意识失误。投资者必须考虑的主要认知偏差如下：

过度的自信与优越感：在你只是有些肯定的时候，你相信自己十拿九稳（或在自己不确定的时候，相信自己颇为肯定），相信自己比普通人更

优秀（乌比冈湖综合症）。

确认与抵触：歪曲你对新信息的阐释，用以支持你早先的信念，对这些信念的更新十分缓慢。

立场过于鲜明，热衷寻找模式：过分看重戏剧化的信息，对一系列类似的新闻事件反应过度，认为它们表明了某种模式。

其中，潜在损害最大的认知偏差是过度的自信和优越感。巴菲特说：“对大多数人来说，投资时最重要的不在于自己知道多少，而在于对自己不知道的事情做了多大现实度的界定。只要能避免犯大错，投资者需要做正确的事情并不多。”

有三项简单的策略能帮助投资者避免上述推理失误。首先是把它们识别出来。二是坚持正当的理由，比方说，你可以给自己写一份备忘录，解释为什么会做出这样的决定。（请注意这一策略的限制，巴菲特引用本·富兰克林的话解释说：“对理性动物来说，这件事再方便不过了，因为人想做什么事都能找出理由来。”许多人对自己做的很多决定并没有说得清的理由。对投资决策而言，如果你没有说得过去的理由，那就别拿主意。）第三点，战略是在做决策的时候有着清晰的导向。对投资来说，这就包括本书中所讨论的各概念。

[1] 这是作者在2001年撰写本书时的情况。——译者注

## 第8章 辨识成功

是什么东西使得一项投资具有吸引力呢？显然是该投资的价格大大低于价值。估算价值需要对未来的可能业绩做出判断，但要做出这种判断，你只能依靠它过去的记录。历史学家丹尼尔·布尔斯廷（Daniel Boorstein）说，不了解一点历史就规划未来，跟种植切断了根的鲜花一样。

投资决策同样不能以这种没根的花园做基础，它需要观察企业的历史。倘若说会计是企业的语言，数字就是它的历史。正如历史错综复杂、范围广大、充满矛盾，作为企业历史的数字也是一样。然而，要是你把焦点放在几组关键的数字上，良好投资的路线图就变得一目了然了。

先从管理层讨论和业务分析开始。除了对业务进行叙述性的评估，它还总结了公司财务报表里最重要的数字。所以，计算这种麻烦活儿你不用做了，你只要观察数字就行。管理层讨论还从管理的角度，阐释了这些数字的意义。所以，要理解这些东西，你也不一定非得是个会计。

使用二手数据库的时候要小心。很多网站都为你提供了筛选工具，你可以根据下面要说到的几十种变量，从12 000多家不同的企业里进行挑选。这些工具起到了过滤器的作用，它帮你找出了数量有限的企业，方便你仔细研究。原则上来说，使用这种技术是完全合理的。

然而，你没法肯定搜索引擎处理的是完整的数据。它们的数据一般并

不包括公司的会计政策、脚注信息、管理层讨论及分析部分。这些数据并不是随时更新和订正的，有可能在传输过程中出现内置性错误，还可能是一堆没有相关性的大杂烩信息的产物。这并不是说上述筛选系统毫无价值，只不过，你在使用的时候要谨慎。

## 企业燃料

所有企业每天都会有即将到期的债务，需要资源来满足。企业短期需求和资源之间的差额，就叫做营运资本。它有点像是发动机的燃料；最好有满满的一大缸，可要是溢出也很危险。营运资本太少，可能会对企业短期内的日常经营造成威胁；营运资本太多，则可能意味着资源没有按最佳方式配置。

营运资本在什么水平合适，不同的企业也各不相同。判断需要多少营运资金，评估它是否足够，方法之一是将营运资金与销售额加以比较。通常，对依靠低成本项目产生可观收入的零售企业（如超市），营运资本所占销售额比例较小（可能在15%左右）；而对高价项目（如飞机）的工业制造商来说，营运资本占销售额比例就要高得多了（大概介于25%~35%）。日用品制造商（如Carnation或高乐氏公司）则可能在这之间的某个水平。

还有一些企业可以靠着极低甚至为负的营运资本经营。餐饮行业的公司，比如麦当劳，经常在负营运资本条件下运作，因为这家企业是以现金

结算的。现金能带来直接的流动性，而且，企业与供应商之间多为赊销方式，也就是说，供应商答应企业先收货、使用，等收回现金之后再付款。其他行业的企业也能从同样的组合条件中受益，亚马逊就做过示范：有时它会靠着负营运资本经营，同时不损害自己到期偿还债务的能力。

在石油和天然气行业，现金的主要来源是来年将生产的可靠储备量。尽管按照公认的会计准则，资产负债表上不能把这些东西表现为营运资本，但它们确实会变成现金。其他行业的公司，有时候会靠短期借贷（如用银行贷款等长期债务进行再筹资的商业票据）来为新的建设项目提供资金。这也能带来较低或为负的营运资本，同时不对企业短期还债能力构成威胁。

格雷厄姆在他1937年出版的神奇小书《财务报表解析》（The Interpretation of Financial Statements）中这样写道：

特定企业的营运资本保持什么数量合适，取决于公司业务的数量和特性。重点在于营运资本占销售额的比例。开展现金业务、库存周转快的公司——比如连锁超市——需要的运营资本较销售额甚少，而重型机械制造商就高得多了，因为后者的产品多是靠长期付款卖掉的。

### 流动比率和速动比率

评估营运资本状况，是通过比较流动资产和流动负债的相对关系来实现的。这种关系叫做“流动比率”，它显示了一年中有多少现金或有多少可以转换为现金的资产，能用于偿还当年到期债务。从经验上看，大多数企

业的理想流动比率约为1.5，但流动比率的波动幅度，在不同的企业和行业之间是相当大的。

流动比率太高——比如3、4，甚至更高——是存在潜在效率问题的征兆。它暗示存在可以释放出来、放到更好用途的财政资源：库存可以降低，应收账款应该尽快收回或变卖，或是应付款项可以稍微缓一阵再付出去。

另一种极端是，流动比率在1或1以下（也即营运资本为负），这往往是公司短期内偿付到期债务有困难的警告信号。故此，倘若公司的流动比率接近1或低于1，有必要进一步探讨它的流动性问题。

近年来，标准普尔500指数里的公司平均流动比率大约为1.5，该指数里的企业联合体（通用电气就是其中的一部分）也保持在差不多的水平。计算机行业的流动比率一般较高，接近2.75（微软就在这个平均值附近）。专业零售商，包括亚马逊，流动比率比这些都要高，约为3.5。亚马逊的波动幅度很大，从负数到4.5都有过，主要跟它投资新业务的借贷水平有关系。

流动比率的波动范围，反映了不同企业的需求以及它们独特的筹资情况（这叫做“净营业周期”，也即预期库存投资跟应收账款及应付账款之比的关系）。亚马逊有时候会在负营运资本下经营，但考虑到它库存少、应收账款少，又是零售行业，故此，这是安全的，甚至也是营运资本管理得当、公司有价值的良好指标。微软流动比率相对较高，在很大程度上是因



为它在经营活动中产生了庞大的现金。通用电气公司及其同行表现出相对成熟企业的常见特点，尽管通用电气一直想把自己所需的营运资本金额减少到零。

你可以只看高流动性资产，不看库存和预付费用等资产，对自己的分析进行微调。这样的话，你就只留下了现金（也就是流动资金）和短期即将到期的（比如3个月内）应收账款等资产。这种改良测试叫做“速动比率”，有时也称为流动资金比率或酸性测试比率。

这里仍然可以套用经验法则。速动比率最少也要有1，一般来说越高越好——但也有个限度。知道这一点很有用，因为它揭示了流动比率的相对水平。举个例子，倘若库存水平过高，那么，处在看似满意范围（比方说介于1.4到2之间）内的流动比率，实际上却可能太高了。企业不能靠库存来偿付债务，故此，要是一家公司流动比率高而速动比率低，我们有理由担心它能否偿付债务。

像通用电气公司这样的企业集团，流动比率和速动比率之间的差距，往往比其他企业更大。从整体上看，集团的流动比率约为1.5，速动比率却为0.8，这说明它大部分的当前资产既不是现金，也不是短期内的应收账款。对计算机和网络零售等现金流动性更强的企业来说，两个比率的差距要小得多，因为这两个行业的流动比率中有些流动性很快的资产（在计算机行业，流动比率是2.75，速动比率是2.6；在专业零售行业，前一比率是3.5，后一比率为2.5）。这些变量反映了相关企业经营环境的范围，还说明，从对流动资金的需求及满足这一需求的方式方法上看，通用电气、微

软和亚马逊跟它们各自的同类企业并没有太大的差异。

## 债务

要核实一个公司吸引额外资金的能力；倘若公司负担着商业票据等短期债务，营运资本为负，这一点尤为重要。我们可以通过债务股本比率来达到核实的目的。最一般的算法是用公司的总债务（包括短期债务和长期债务）除以公司所有者权益的总额。

这一比率衡量的是企业长期内的相对借贷能力和偿债能力。债务股本比高的企业称为“高杠杆”，也就是说，债务水平相对于所有者（股东）对企业的投资水平很高。什么样的债务股本比是正常水平，各个历史时期有所不同，要看当时的经济环境和社会对债务的普遍认识。

比如，20世纪80年代，债务股本比率在7:1甚至更高的情况是很常见的，可到了20世纪90年代初期，普遍的比率则接近4:1。到了世纪之交，标准普尔500指数企业的平均债务股本比只有1:1，它表明这10年里，大多数企业筹措资金都靠出让股票而不是举外债。

不过，企业集团的债务相对来说比较重，债务股本比平均接近3:1，通用电气公司更高，达到了4:1左右。这种债务水平反映出这些企业处在比较成熟的阶段，尤其跟远为精悍的计算机行业相比更是如此。例如，微软全靠内部产生的现金来开展所有经营，它没有任何债务。平均来看，计算机行业整体的债务股本比也低得惊人，在2:1上下。亚马逊处在上述水平之间，它既需要资金来扩张业务，展开仓库建设项目，而且，跟微软比起

来，它产生现金的能力较弱，不足以满足这些需求。

相对较高的债务股本比反映出来的杠杆力量，兴许是很可取的。如果一家公司能以低于利润率的利息借入资金，那么借贷有利可图。股东能够得到好处。然而，这个好处有一点限制：就算是相对廉价的资金也必须偿还，债务负担太多，碰上回报不景气的时期，有可能会让企业陷入困境。

我们可以用偿付比率还进行权衡——也就是对比债务的收益与偿还利息。对大多数工业企业，利息偿付比率在3~4之间比较谨慎，它意味着借贷水平处在相对安全的区间。21世纪初，由于美国企业负债水平相对较低，收益性又相对较高，标准普尔500指数企业的平均利息偿付比率猛涨到将近11。

企业集团的利息偿付比率接近历史正常值，平均为4.5，通用在2.5上下。微软是另一个极端，它完全没有负债，无须偿还。亚马逊也是个有趣的例子：因为还在亏损（利润为负），它的偿还率为负数，低到了-4。这种情况需要我们进一步地考察其他固定费用，在亚马逊的例子中，这就包括了必须支付的仓库租金。因此，它的固定费用偿还比率更糟糕。要想进一步扩张，它必须有更强大的筹措资金能力。

## 显微镜下的管理者

衡量管理效率，我们有三种简单的工具。它们以库存效率、应收账款管理效率和利润率大小为中心。有些公司会定期报告它们的库存和应收账

款的周转速度，以及利润率水平，有些公司甚至会在董事长信件中突出这些数据——一般而言，这是好的迹象，至少表明管理层是诚实的。对其他公司，你必须自己去挖掘（不是好兆头）。用这种方法把管理者放到显微镜底下，有助于你衡量企业未来绩效的潜力——公司是否已经从业务中榨取了最大利润，还有没有空间再提升一些？

### 库存周转率

尽管一般认为库存是流动资产，有望在1年内变成现金，但衡量它的销售速度，能让你更精确地了解它的相对流动性。库存周转速度（或周转率）衡量的是一段时期内售出商品的成本与该时期平均库存水平的关系：

$$\frac{\text{当年销售成本}}{(\text{期初存货} + \text{期末存货})/2}$$

库存周转水平是库存管理质量的可靠指示器。库存放着没售出的时间越长，它给企业带来的价值就越低，因为它本应该变成现金，配置到其他更具生产力的用途上。库存水平高，还增加了产品过时或损坏的风险，它需要大量的现金或向银行借贷来维持，要是市场价格大幅下跌，亏损的风险也很大。

通用电气公司的库存周转管理是出了名的，前CEO杰克·韦尔奇，会在每年致股东的公开信里做汇报。企业集团的平均库存周转率是7，标准普尔500指数里的公司为10左右，而通用电气公司处在这两者之间，为8，非常

健康。微软对库存的管理也很好，跟计算机行业整体相当，大约为15；这个数字比通用电气要稍大，一部分原因在于两家企业销售的产品极为不同。

亚马逊的库存管理更是达到了超高效水准，快到了20上下。亚马逊是即时库存方面的专家，它把过去几十年里发展起来的这种重要管理策略带上了一个全新的阶段。货品绝不会放在亚马逊的仓库里空转，这种飞快的周转率降低了成本。企业既可以为客户提供更低的价格（亚马逊的超低折扣就是这么来的），也可以继续按市场价格供货，产生更大的利润。

### 应收账款周转率

公司的信贷政策，既可以是它的致命弱点，也可以是它的效率驱动器。赊账销售、欠款或呆账太多，会把现金流搞垮。快速收回账款，能提高流动性，让公司利用客户来为自己的业务提供资金。计算应收账款周转率，是用一个时期内的赊账销售额（如果这一项目不是单列出来的，那就按销售总额计）除以同期未解决的平均应收账款额：

$$\frac{\text{赊账销售额}}{(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款})/2}$$

反过来说，要衡量账款的回收速度，用一年里的天数除以周转率。所得结果是在外应收账款的平均收款期。将这个平均值和公司信贷政策规定的天数对比一下，就能看出管理者将信贷环节经营得怎样了。如果平均值大于政策规定（比如说，按规定用30天或60天里收回的账款，实际收回的

平均时间是70年），事情就麻烦了。

通用电气公司对应收账款管理得相当有技巧，它们的应收账款每年能周转8次，也就是说，平均收款期在45天以内。而企业集团整体的应收账款平均一年只能周转3次，也即收款期平均为120天。微软也是个收账快手，每年能周转11次左右，收款期仅为30天多一点——这或许是该公司奉行无纸化政策的结果，它所有的货单（和发票）均采用电子化方式完成。电脑行业的平均水平和通用电气公司相当（周转8次，平均45天）。

最特殊的例子仍然是亚马逊，它的周转能达到40次，收款期仅为9天。这意味着亚马逊的客户为公司的运营提供了相当一部分的资金！客户提供的资金远远超出了公司要向债权人偿还的债务，尤其是公司的供应商，还把交易付款期限延长到了60天。

## 利润率

企业效率的关键是每一美元销售额里利润占了多少，这就叫利润率。计算利润率，只需将营业收入除以总的销售净额（也即扣除返还、折扣等之后的销售额），并用百分比表示所得结果（除了这种标准利润率计算方法，还有两种方法也很常用：一是所谓的毛利润率，将总销售毛利除以总销售净额；二是更具体的净利润率，是将净收入除以总销售净额）。标准计算公式如下：

不同行业的利润率差异相当大。比方说，汽车和金融行业的平均利润率（多在10%左右）比计算机、制药和食品业要低（像微软可高达

40%)。标准普尔500指数企业的平均利润率约为17.5%，通用电气公司跟这差不多，其他企业集团的利润率则为13%~14%。没有盈利的公司，比方说亚马逊，利润率为负数。

$$\frac{\text{营业收入}}{\text{净销售额}}$$

利润率可以往下挤压也可以继续扩大，这在很大程度上取决于企业是掌握着特殊的专营权，享有市场力量，还是要在难以塑造品牌、确立产品差异的日用品市场里竞争。可口可乐和百事可乐不断追求产品的差异化，不断探索如何在不损害销量的前提下提高价格。根据经济气候的不同，它们成功的程度也稍有差异。

亚马逊依靠一流的网站，向这种产品差异化里投入了大笔投资。它的网站上有一些受专利保护的功能，如“一键点击”和独特的格式。潜在竞争者（如barnesandnoble.com和buy.com）能轻易仿效这些所谓的差异化，迅速吞噬亚马逊的利润率。

不管是汉堡摊、网上书店还是饮料行业，竞争迫使人们不断努力创新，使用先进技术。这类创新对日用商品企业有害无益，但特权企业却能靠它大尝甜头。这就是为什么微软要那么小心翼翼地保护视窗操作系统的

源代码；这就是为什么通用电气公司要在诸如“我们创造美好生活”这类的广告活动里大把大把地花钱，只强调旗下的各种业务，却并不提及洗衣机或X光设备等具体的产品。

倘若公司为日用商品（如石油）建立起一套优异的生产系统，这套系统节省下来的大部分钱都会流向消费者，而不是公司。与此对照，拥有品牌商品的公司，却能收获创新带来的大部分好处，因为它们可以保持高价，甚至继续提价。不管是通用电气、微软还是亚马逊，企业的利润率是上升还是下降，要看它们能实现多大程度的产品差异化，夺取品牌定价和创新能力（或是其他能够负担创新成本的东西）。

这里，有必要对利润率做一点提醒。利润率非常高，看似可取，大多数时候也的确如此，但同时也会招来能够破坏高利润率的激烈竞争。利润率太低又不足以维持企业的生计。最理想的是利润率处在两极之间，又偏向高的那一端。

## 少花钱多办事

“回报”衡量的是企业花多少钱得回了多少价值。它总是从收益的角度来计算的。常用的基数有三种：股本、投资和资产。

不管是计算哪种回报率，都最好从相对长的时间段来看（比如5~10年），只有这样才能了解企业抗击萧条、从繁荣期获利的能力。观察的时间段太短是不明智的。



## 股本回报率

股本回报率是企业用股东拥有的资本所赚回的数额。股东资本等于总资产减去总负债。如果企业用1亿美元的股东资本赚回了1 000万美元，那么它的股本回报率就是10%。

20世纪90年代末到21世纪初，股本回报率相对较高。标准普尔500企业的平均股本回报率约为22%；专业零售商低于这个平均水平（一般是15%，亚马逊不在此列，因为它还在亏损，没有盈利，所以股本回报率为负数）；通用电气（约27%）、其他的企业集团（25%）和电脑行业（约25%）比这个平均水平要高；最领先的企业是微软（约34%）。

## 投资回报率

投资回报指的是在一段较长的时间里，企业用股东持有的资本以及贷款人提供的资本所赚回的数额。如果企业需要资金，并且相信能靠它产生比借贷成本更多的回报，企业可以借入资金，而不是发行股票。

假设一家有着1亿美元股本的企业，向长期贷款人借入了5 000万美元，并从总资本上赚到了1 500万美元的利润。它的投资回报率是10%（ $15/150$ ）。但这种借贷的做法提高了股本回报率——用1亿美元的股本赚回了1 500万美元利润，股本回报率达到了15%。

利用债务来提高股本回报率的做法很常见，但不一定必要。一些公司靠着经营产生了足够多的现金，较之借贷，它们能够更便宜地获得高股本

回报率。如前所述，微软是0负债，它的股本回报率接近34%，投资回报率也差不多（在整个电脑行业，股本回报率和投资回报率都差不多是1:1）。

标准普尔500指数里的公司，大多是要借贷的，它们的平均股本回报率为22%，而投资回报率则为14%。通用电气公司利用借贷取得了更瞩目的成绩，它的投资回报率略高于9%（集团企业差不多都在这个水平），而股本回报率却翻了三番，达到了27%。

### 资产回报率

资产回报指的是企业靠所有资源（不仅包括股权和长期借款，还包括靠有效管理营运资本所产生的短期资源）所赚回的数额。企业可以通过短期的低息贷款，或靠赊款买入货物转售后得到现金，从而以较低成本（甚至无成本）来提高可配置的资产。这些资产有助于渐进地增加收益，提高股本回报率和资产回报率。

假设企业在一年的时间里平均维持着2 000万美元的短期资产（旧债到期时借新债来偿还，不断滚动）。这可能会增加200万美元的年收入。因此，一家股权为1亿美元，长期贷款为5 000万美元的公司，用着额外的2 000万美元短期资本，挣回了1 700万美元，产生了10%的资产回报率（ $17/170$ ）。这一配置把投资回报率提高到11.3%（ $17/170$ ），股本回报率达到17%（ $17/100$ ）。

所以，资产回报率是衡量回报最严格的指标，因为它揭示了管理层对所有资产加以配置所得的结果。资产回报率高，相应的投资回报率和股本

回报率也应该高（一些分析师会计算“财务杠杆指数”，是用股本回报率除以资产回报率）。

较高的资产回报率，是通过从较少的资产挤压利润所得的。微软的资产回报率达到了25%，表明它的资本密集度较低，没有债务负担，所以它的股本回报率还要高出将近10个百分点。另一个极端是通用电气公司，它的资产回报率只有3%，这意味着它必须巧妙地利用债务管理资产结构，有效地配置资产，才能实现它目前27%的股本回报率。

微软的资产不密集，通用电气的资产却相当密集。对不少公司（亚马逊或许就是其一）来说，它们的利润更多地来自品牌、库存和分销系统，较少地来自列入资产负债表的工厂和其他实物资源。微软对固定和其他资产的依赖性较大，但也能从自己的品牌和市场地位里获取惊人的利润。而对通用电气这种资产密集型企业来说，哪怕它有着庞大的品牌认知度（“我们创造美好生活”），仍需要对工厂和设备进行大量投资。

亚马逊在资产回报率竞赛里会有什么样的表现，现在判断还为时过早。它的商业模式无疑是按最小化资产密集度来设计的。它销售量和利润的关键推动力，来自它的品牌和它的网上经营。它不像巴诺和其他传统零售商那样，把资源投入到实体门店的经营上，从而将所需固定资本控制在最低的限度。

亚马逊的即时库存管理，是为了减少库存持有成本而设计的。靠着卓越的短期营运资本管理，公司与客户及供货商之间的交易也带来了增量利

润——客户在它网站上下订单时直接进行付款，而一般公司要在30~60天以后才能把货款付给供应商。而且，上网的用户通过网络筛选出来的图片和图像进行购买，意味着亚马逊的图书不会因为客户翻阅而受损，公司自然也无须承受这部分的损耗了。实体书店一般会因为图书破损遭受损失（尽管它们有权把破损图书退还给出版商，换回更低的买入折扣）。这些资本低密集度的特点对亚马逊是极为有利的，但考虑到公司历史相对较短，又是负利润，要评估它还是很困难的。

## 完整的工具箱

这套概念工具箱将有助于你评估公司的资产流行性、效率和绩效。我们可以对这里概述的基本方法加以调整，把相关的工具用到各种具体情况和更深入的分析中去。

以下列举几种指标，它们能够进一步衡量公司相对成功性和将来成功潜力的不同方面。收入质量（用经营活动带来的现金流除以经营收入）能告诉你收入里有多大部分真正变成了现金，从而判断公司的资产流动状况。年度折旧费用总额，可以用来衡量将来所需的资本投入。人均销售率能用于评估公司的整体生产力。

公司的关键比率会随着时间发生变化，这些变化趋势是管理效率和绩效的重要指示器，因此，你不妨看看几年来利润表里的所有费用。我们没有理由假设具体的某个比率或某种趋势会一直延续下去，但历史情况的确

有助于揭示将来的可能性。

比如，假设你看到研发费用大幅下降，这意味着该时期收入会有明显的增加，但减少研发费用带来的收入增长并不意味着企业的管理变得更有效率了。相反，我们有理由因此担心公司的发展前景。

再以应收账款周转率为例。假设在某个时期内，收款的平均时间相较于公司赊欠政策有了大幅增长。说不定，这期间的销售增长有一部分原因在于放宽了赊欠政策，而不是因为业务经营效率提高。倘若赊出去的款项很有可能收不回来，那么，今天看起来还不错的销售增长，明天就变成坏账了。

我们还可以继续往下举例子，但没这个必要。只要熟悉了上述关键比率，那么，你分辨自身能力范围内企业优劣的水平立刻就比普通人高出了一大截。把重点放在表现好的企业上，继续观察——它们说不定正好有你想要的价值。如果它们能通得过下一章的检验，你就应该更多留心它们。

## 第9章 该你做主

一家企业的价值等于它从现在到关张那一天创造的所有现金流的现值。现值是多还是少，取决于旁观者的认识，因为现值反映的是未来。对不同的人来说，计算现值的每一步都可能不一样——使用的方法不同，得出的答案也不同。

凝视着估价这颗变幻莫测的水晶球，在你做出预测的时候，你永远没法保证它们的准确性。然而，由于事关你未来的财富，哪怕你预测不了未来，你也不想蒙着眼睛飞。你能做的，就是把你失误的危险性降到最低限度。

不过，从这些工具里单独拿一种出来用，一般并不足以判断企业的价值。它们没有哪一种是确定的，就算合在一起也并不完善，因为它们有着估价这种实践改不了的固有毛病：利用当前和过去的信息来预测未来的现金流。为了辅助判断，你需要了解所有这些东西的信息。

不同的估价工具对不同企业的适用度也不一样。比方说，通用电气公司会产生收益，进行现金分红；微软也产生收益，但不进行现金分红；亚马逊两者皆无：既无收益，也不分红。显然，你可以利用资产尺度来给这三家公司估价；可以根据收益对通用电气和微软估价，还可以根据股息分红对通用电气估价。

其实，所有的这些工具，这三家公司都可以用——只是方法略有不同。也就是说，对这三家公司，都可以估计未来收益和股息分红（对通用电气相对容易，对微软较难，对亚马逊非常难）。

如果这些公司在你的能力范围之内，你就能这么做。就算你对漫漫书海（包括本书）里提到的大量估价技术感到紧张，你也可以这么做，因为说到底，没有哪一种技术能让你准确地判断出企业价值。

这些技术充其量是根据你对企业历史的阐释及对未来的预测，得出一个价值的区间。这么做当然会有失误的风险，而失误的风险，恰好说明格雷厄姆为什么坚决主张要在买入价格和预估价值之间保持较大的安全边际，所有的一流投资家都遵循这一原则。

格雷厄姆在《聪明的投资者》中写道：“在古老的传说里，智者总是把凡人创下的事迹浓缩成一句话，‘一切终将过去’。类似地，倘若要把理性投资人的秘密提炼成四个字，那就用这句座右铭吧：安全边际。”40多年以后，沃伦·巴菲特对这句话做出评论，说他认为这四个字一点儿也没错。

在你支付的价格和你买入的价值之间保留较宽的距离，是明智投资的基石，因为正如巴菲特所说，哪怕“内在价值的定义很简单”，要计算它却“不简单”。格雷厄姆呼吁大家用安全边际的原则来避免计算内在价值时出现失误的风险。巴菲特的商业伙伴查理·芒格曾经打趣说，他从没见过巴菲特计算什么内在价值，而以下讨论的原则，就是帮助巴菲特省去计算之苦的一种思维方式。

# 资产

企业的账面价值，指的是总资产超过资产负债表上单列的总负债和未偿付的优先股的部分。每一股普通股的账面价值就是上面那个数除以流通的普通股的总份数。

这里用“价值”这个词，在含义上有点误导。资产负债表列出的是获得资产时所付出的成本，而不是它们的当前价值（有时候，如果当前的市场价值较低，就列当前的市场价值）。资产负债表上报告的资产数目，并未反映这些资产在现行市场条件下的价值。此外，表上列出的长期资产要减去它们的折旧费用，但这仅仅是替换它们所需成本的近似值，并不是一个确切的数目。

企业的类型多种多样，每股的账面价值也相当宽泛，与其说它们反映的是企业的当前价值，不如说反映的是历史收购成本。我们的样本公司每股的账面价值就说明了这一点。通用电气公司约为12美元；微软约为6美元；亚马逊约为2.4美元。

这些数字说明，倘若企业靠着较少的实际资产开展更多的生产活动（比方说，不靠钢铁厂或其他工厂来生产产品，而是靠信息技术和互联网分销系统），账面价值就失效了。通用电气每股的账面价值是亚马逊的6倍，或许更多地反映出前者业务资本密集度要比后者大，但并不一定说明前者的价值高于后者。



对各种类型的公司来说，现行以历史成本为基础的会计制度并不能很好地评估企业的当前和未来价值。例如，通用电气的不动产、工厂和设备，如果按当前市价卖掉，能换回相当于每股账面价值好几倍的钱；亚马逊大概就只能换回它的账面价值，主要是因为它的资产都是最近几年收购的。

这种成本原则不光意味着资产负债表上列出的部分资产比它登记的数目要值钱得多，也意味着另一部分资产可能不如登记的数目值钱。就算账面价值声称能反映公司能变卖成多少钱（清算价值），但它无法反映变卖公司时的环境。倘若公司是在不利条件下进行清算的（或是不利条件导致了清算），那么，公司的库存、设备和机器的出售价格可能会低于资产负债表上登记的数目。

一些公司变卖工厂和仓库等重大资产时兴许会遭受巨大的损失。比方说，假设迪士尼被清算了，我们很有理由怀疑，像主题公园这种固定资产（这是迪士尼账面价值的重要部分）能按账面价值出售。再举个更显而易见的例子，如果可口可乐公司被清算了，毫无疑问，它的糖浆和浓缩原料库存肯定会被出售，甩卖价格比资产负债表上登记的数额要低得多。

这并不是说资产负债表没有用。它是分析的起点。所有的历史数字都可以进行调整，反映当前经济状况。从好的一面看，通货膨胀和市场价值的增值，可以按资产财务价值的当前尺度来反映。根据新的经济状况调整原始数字，可以参考同类财产目前的销售价，根据消费者价格指数的变动，增加资产数额。

从坏的一面看，资产负债表上记录下来的资产历史金额，在企业清算时有可能会缩水到大甩卖时能卖出的跳楼价。库存和应收账款这种东西的数目会缩水到多少，取决于它们各自的周转率。比方说，亚马逊的库存周转得相当快（每年24次），哪怕是进行大甩卖，公司大概也可以按相当接近成本的价格（也就是资产负债表上列出的数目）把它们卖掉。通用电气的库存，每年只周转8次，可能就要亏本卖掉了。

然而，就算是调整之后，这些数据也不大能够充当财务估价的准确依据，原因出在另一条会计准则上：经济原则或货币交换原则。企业可能有着来自无形资产的财务价值，但这些价值无法表现在财务报表里，因为它们无法归入任何切实的经济交换。比方说，哪怕一家企业的知识产权（如专利、商标和版权）拥有价值数十亿美元的品牌认知度或客户忠诚度，但资产负债表里却只会记录知识财产的建立成本。

例如，你无疑承认通用电气的品牌名称和消费者认知度是宝贵的，但通用电气的资产负债表上不会肯定列出品牌名和相关的知识产权项目。公司的专门技术、员工资本和教育也都是一样，对各行各业的企业来说，类似的东西越来越重要，尤其是对诸如微软和亚马逊这样的公司（当然并不仅限于它们）。

这些价值来源叫做经济商誉，即能让企业产生优异股本回报率、投资回报率和资产回报率的无形资产。如前所述，它们可以创造出一种特许权或品牌力量，使企业能够在提高价格的同时无损总销售量。比方说，迪士

尼可以提高乐园的门票，又不损失游客数量。

另一种商誉叫做会计商誉。它记录了企业以超出账面价值的溢价收购业务时所给出的价格。会计商誉的经济价值更加难以估算。如果收购是明智的，那么所得经济商誉的价值通常会大于会计商誉的数额。考虑到另一条会计准则要求，会计商誉是需要摊销的——在未来若干年里，每年递减若干数额。但跟我们刚才说的一样，要是业务收购得足够精明巧妙，商誉价值会逐年递增，而不是像摊销所示的逐年递减。

格雷厄姆支持的一种经验法则回避了这些调整资产负债表的需求，它说，如果能按低于公司净流动资产的价格买进（也就是说这个买入价低于每股的营运资本），普通股是有足够的安全边际的。这意味着对于企业的固定资产，买方一毛钱也不用掏。这样的公司如今极为罕见，因此，这种工具的原始形式没什么用处。

但我们可以对这条古老的规则稍加变化，既保留它传统的严谨性，又能捕到一些鱼。要是能按公司的净流动资产加上固定资产原始成本的一半把股票买下来，仍然是很划算的。因此，投资者照价支付了公司的净营运资金，而其他所有的资产打了个五折。对如今的大多数企业来说，这仍然是一个非常低的数字，但有些公司——尤其是小公司——是会落进你的网里的。

这种方法有个潜在的麻烦，它使你沦为了“抄底者”——用超低价购入企业的人。这也不错，但你务必当心，别把死鱼买进手里。如果你得到的只

是短暂的经济回报而不是长期回报，那么，逢低买入会带来灾难。谨慎的投资者寻找的是价格公平、有着强大经济特性的股票，而不是价格便宜、经济特性一般的股票。正如沃伦·巴菲特所说，用公平的价格买下一家出色的企业，好过用划算的价格买下一家平庸的公司。

不管怎么说，投资新手常犯的一个错误，就是光根据资产负债表来评估企业价值。哪怕你克服了会计准则施加的种种限制，这么做也不甚妥当。除非你真的是出于清算目的来进行评估，否则，你真正想知道的不是公司的资产能卖多少钱，而是它能带来多少收益和现金。

格雷厄姆意识到了资产负债表的局限性。他注意到，用资产负债表考察营运资金的状况非常有用，但考察固定资产的实际价值，用处就没那么大了。他说，（对它）“一定不能太当真”，至于里面罗列的无形资产的数额，“没有值得一看的任何分量”。他建议道：

诚然，在很多个案当中，我们发现许多资产价值低的企业赚到了巨额利润，而资产价值高的公司却赚不了什么钱。然而，对这些个案，我们必须对账面价值给予一定的关注，因为以下情况是有可能实现的：（前一种公司的）高额利润是靠会引来竞争的投入资本赚来的，因此注定维持不了多久；同时，（后一种公司）现在没赚到利润的大型资产，说不定以后会带来更高的生产力。

据此，格雷厄姆得出结论：“账面价值对分析有一定的意义，因为企业投资的数额和它的平均收益之间往往存在着一种非常粗略的关系。”而这种

关系里，藏着真金白银。

## 收益

收益指的是利润表上报告的会计盈余，它分为基本每股收益和稀释每股收益。基本每股收益是用总收益除以该时期在外流通的平均股权数。

稀释每股收益考虑到了这样的可能性：一些可转换证券和股票期权会增加在外流通的普通股数量。倘若它们换成了普通股，每股收益就减少了。请把重点放在稀释每股收益上（而且要记住，就算是这个数字也并未反映完全稀释或发给管理者股票期权的成本，我们稍后会谈到）。

评估企业未来能为你做什么的时候，你只知道它现在和过去的收益。现在和过去的收益如何指导你评估将来的收益呢？又或者，在前一年的各种收益里，哪一种或者哪一些才是“正常”的收益水平呢？

通用电气公司最近4年的稀释每股收益分别是2.16美元、2.46美元、2.80美元和3.22美元；亚马逊则为-0.06美元、-0.24美元、-0.84美元和-2.18美元。

也许你应该只用最近一段时期的数据。但要是公司这一年较之前一年出现重大的变化怎么办？当然，这里有一个问题：变化出现的原因是什么？是某种不太可能再度发生的特殊因素导致的吗？

如果是这样，使用更早前的数据会更合适；倘若有些公司会定期经历

此类反常情况，更精确的做法是把时限拉长到7~10年，以便消除大的波动。此外，公司的收益还可能出现稳定的正（或负）发展趋势。此时，合理的做法是计算过去4年收益的平均值。通用电气过去4年的平均年稀释每股收益是2.66美元，亚马逊为-0.83美元。

显然，所有这些问题都牵涉到判断，你必须首先意识到，你估计的是未来收益。以过去4年的平均收益推算未来的4年，需要你进一步预测将来这4年里收益的增长情况。尽管亏损稳步增加，亚马逊的管理层仍预计若干年内会赚到钱（它的几千个股东显然也这么希望，2000年年初的一段时间，股东们把亚马逊的市值拉高到了相当于Borders和巴诺书店这两家老对手总利润10多倍的水平）。

20世纪90年代末，通用电气公司的收益增长率约为12%~15%。你大概可以谨慎地预测，21世纪初的增长率会跟这相当，或者稍低。若对未来采取保守的看法，增长率在10%上下应该是合理的——也就相当于未来4年分别为3.50美元、3.90美元、4.30美元和4.75美元，平均为4.10美元。

预测盈余同样要注意到会计记录存在的局限性。会计盈余是从总收入里减去现金支出以及诸如折旧和坏账准备金等非现金支出后得出来的。听起来简单，但真正做的时候，你必须做出大量的决定，考虑各种事件应该以怎样的形式登记入账。很多会计惯例都会影响到会计盈余，如计算售出商品成本的方法、固定资产折旧的方法、坏账准备金的有关政策。

会计准则虽不完美，却仍然有效。只要用得正确，并前后保持一致，

会计准则对评价收益（区别于账面价值）是很管用的。举个例子，就算对电脑这类固定资产的折旧费用并不能准确地预测将来换新电脑的成本，也能透露出为维持企业将来的销售水平和竞争地位所需的最低限度的再投资金额。

一旦选定了代表性的收益数字，务必要对收益折现。这需要一个适当的折现率（习惯上叫资本化率）。它是为补偿投资风险所需的回报率，所以，它等于无风险利率（也即美国国债利率）再加上额外一个反映该企业风险的数目。

假设你认为通用电气公司未来4年的收益约为每股4.10美元。为了拥有这将来每股4.10美元的权利，你愿意支付的价格是为补偿这笔钱万一兑现不了的必要回报率的一个函数。它等于无风险利率（比如3%）再加上能诱使你承担拥有通用电气股票风险的溢价。

针对不同的企业和不同类型的投资，什么样的资本化率合适呢？围绕这个问题，人们展开了激烈的争辩。一般来说，某种类型企业相关的风险越低，资本化率也越低。例如，倘若企业业绩跟过去一样的确定性很高，那么资本化率在10%左右就比较恰当。对于存在适度风险的企业，资本化率在15%~25%的区间更好。而对风险特别大的企业，未来成功的不确定性很高，适宜的资本化率可达30%~40%，甚至100%。

倘若有些企业在正常经营过程中收益波动也很大，我们可以把这看成是预计收益变动的风险较大所致。例如，银行和保险公司的主要资产大部

分是现金或容易受经济变化周期影响的投资，折现率在8%~12%比较稳妥。日用消费品公司——比方说销售食品和洗涤剂的企业——往往不管经济繁荣还是萧条都比较稳定，因此，资本化率一般较低，介于6%~8%之间。

除了和无风险利率有关，资本化率也应当考虑整体经济的增长速度。在经济持续增长、产业扩张的时期，风险相对较低。在经济衰退、经济增长可能性小，甚至稳定盈利都不大可能的时期，整体收益缩水的概率较大。碰上这样的情况，风险增加，你应该选择较高的资本化率。

因此，从经验来看，资本化率必须要根据无风险利率、具体公司及所属行业的风​​险来设定。我们还必须给它预留将来出现变数的空间，这同样重要。例如，要是利率上涨或经济增长放缓，资本化率就必须上浮，反之亦然。

估计收益、选择资本化率的难度，跟你的能力范围有关。你不仅要​​对经济历史有一定的认识，对经营状况的了解也不可或缺。通用电气、微软和亚马逊都是管理得非常出色的企业，亚马逊在一些关键的比率上得分高得惊人，只不过，通用电气和微软还靠良好的管理赚到了钱。

通用电气是一台赚钱机器，尤其是它的金融财务部门。它在过去将近100年的时间里实现了稳定的盈利增长，过去20年更是年年如此。它业务多元化，而且每一种业务都在市场上占领导地位，因此，预测它未来继续产生稳定的收益是​​有着合理基础的，当然了，由于经济环境是不断变化的，不确定性仍然存在。然而，靠着通用电气出众的绩效，给它一个适中的资



本化率合情合理。

假设通用电气能保证一个略高于无风险利率的风险溢价（比如是5%），我们又预计它未来的平均收益是4.10美元。那么，只要简单地用预计收益除以资本化率，就能估算出通用电气的价值，也就是说，4.10美元除以0.05，等于每股82美元。

如果我们对通用电气的收益前景猜测得更大胆一些，估值就不太一样了。比方说，我们预测它的收益是5美元。资本化率还是5%，通用电气每股的价值就是100美元了（ $5.00/0.05$ ）。要是你再进一步，认为凭借通用电气的实力，再加上目前的商业机会和各方面条件，4%的资本化率更恰当，那么它每股的价值就飙升到125美元（ $5.00/0.04$ ）了。

光是这么简单地做了一下数字游戏，通用电气的估计价值范围就够宽的了：在82~125美元之间。如果我们的看法再悲观些，范围还可以更宽。假设你以过去4年的平均收益2.66美元，并套用5%的折现率，则估计价值约为53美元。如果你认为将来的道路比之前走过的部分更加冒险，用较高的资本化率比较合适，比如6%，估价就变成了每股44美元。这样一来，通用的价值范围就可以拉到44~125美元之间。

估价工作的关键，就在于你选择的预计收益和折现率（比方说，亚马逊的价值范围，可以从0拉到几百美元）。可哪怕你在做出这些选择时铁面无情，所得的结果也不能“解答”公司的股价“值”多少钱这个问题。毕竟，整个过程里需要你做出判断的步骤太多，任何一个地方你都有可能出错。

## 灵丹妙药和安全边际

大多数人都同意，折现率一般是受没有任何违约风险的美国国债利息所推动的。这一利率在不同时期也有所变化：从现行的3%，到历史水平3.5%，再到通胀保值政府债券的4%。有些人会用短期债券（如为期30天）的利率，但由于股票本质上是长期的（也即企业有着长久的持续期），用长期债券利率作为参照或许更合适。

设定好无风险利率后，为你的股票加上溢价。一般是看所有股票长时期的平均回报率，大体上是7%。这样算下来，股票的平均风险溢价为3%~3.5%，你再根据自己投资的个股做适当调整。前面提到的经验法则给了你一些简便的方法，不过，你要知道，很多人都努力在这些问题上做到尽量精确。例如，本书之前章节提到的现代金融理论的信徒，会把市场风险溢价乘以 $\beta$ 值，算出折现率。

我们这里讨论的所有不同做法和例子是想说明，估算企业价值的花样很多。假设的数据略有变化，所得的结果就会差之千里。比方说，你对市场溢价的猜测变了1%，标准普尔指数就会出现将近200点的波动（如果你调整了未来收益的增长速率，它还会变得更多）。

不管你使用什么样的方法，你的预测都无法达到科学的精确度。它仍然是一门判断的艺术。为此，菲尔·凯睿提出了一条投资戒律：“进行证券估价时，别看重机械的公式。”如果你以为会得到什么神奇的解决办法，很

抱歉让你失望了。尽管从某种意义上来说，这也恰好就是神奇的地方。

格雷厄姆说，投资哲学里最重要的四个字就是“安全边际”，其实，这就是投资的灵丹妙药了。他意识到，要精确地锁定企业的内在价值，从本质上来说是不可能的，你最多只能根据合理的预测算出合理的价值范围，所以，格雷厄姆认为，你应该确保自己付出的价格低于你估价的最低值，留出缓冲的空间。

格雷厄姆把安全边际称为投资的核心概念，因为有了它，就不需要对未来做精确的估计了。只要你有个合理的近似值，就不再需要纠结于如何界定“合适”的风险溢价、收益或折现率。安全边际的第二项功能是消除你假设失误造成的后果，记住，就跟单纯的运气不好一样，任何微小的失误都会造成巨大的后果。

格雷厄姆指出，在经济繁荣时期（类似美国2000年年初的情况），大多数的投资失误，不是为高质量股票出了太高的价格，而是为低质量股票出了太高的价格。事实上，格雷厄姆拒绝接受过分看重“成长股”的时髦策略。如果你能靠着谨慎估计成长股的发展潜力获得同等的安全边际，这对你很有利；但危险的地方在于，成长股往往受人青睐，而股票受人青睐，是以其价格高来衡量的，高股价吞噬了你的安全边际。

## 现金

公司未来预期能产生多少现金付给股东，也可以套用同样的判断。约

翰·伯尔·威廉姆斯提倡使用以现金股息为基础的估值法，他说：

收益只是实现目的的一种手段，不应当把手段误认为最终目的。因此，我们必须要说，股票的价值来自股息，而不是收益。简而言之，你能从股票上获得多少钱，它就值多少钱。

每个初学者一进市场开始交易，就被灌输了这样的原则：收益决定价格。可我们却说，股息决定价值。两者似乎有些矛盾。但这很容易解释。我们讨论的是长久投资，而不是投机交易；我们看重的是历年的股息，而不是眼下的收入。

暂时性的低收益高股息相当可疑，这毫无疑问；长期来看，低收益意味着低股息，这也不假。故此，我们的股息估值公式跟常用的收益箴言并不存在根本上的矛盾。

威廉姆斯指出，对一只股票价值多少的问题，股息折现和收益资本化应该会给出相同的答案（或答案的范围相同）。

由于股息是收益的一个子集，企业既可以把收益当成股息分给股东，也可以保留下来对业务进行再投资。如果保留收益所得回报等于资本化率，那么从资本化收益流中所得到的价值，必然等同于从股息流折现中所得的价值。

其实，折现股息的估价法，跟收益资本化技术是一样的。假设的股息除以假设的折现率，就跟假设的收益水平除以假设的资本化率没有两样。

不管你怎么算，问题都是同样的：①（股息或收益的）预期数额和预期增长率是多少？②（股息或收益的）预期数额和增长率无法实现的风险有多大？

两种技术之间的概念差异在于，折现股息的时候，你假设每股股票的价值等于它今后支付股息的现值。由于股票的价值由持有到变卖期间它带来的收入流构成，这种设想是有道理的。

卖出股票能带来利润的唯一原因是，还有其他投资者也想买下这笔收入流。这些投资者做出这种决定时，可能是理性的，也可能是不理性的，但这种交易之所以存在，确实是估价判断上有差异所带来的。因此，一只股票的价值，完全取决于它能带来多少预期现金股息。

贴现股息跟资本化收益一样困难，因为两者都需要选择高度敏感的贴现率。对股息贴现而言，许多人会用股票的加权平均资本成本来把难度控制在最低限度。但这不见得是唯一正确的数字，更何况，计算加权平均资本成本同样要做出大量的判断。

计算一家公司债务的加权平均成本相对简单：根据每一种债务未偿本金的不同数额进行加权，计算出长期债务的平均利息。计算公司股权资本的成本就难多了。

股权的成本通常是按股票的市场预期年回报，再加上价格升值和分红派息来定义的。但我们真正要做的是什么呢？为确定股票的价格，我们想算出它的回报会是多少。如果你计算的关键变量就是市场期待的东西，你就

是在回避问题。你是在假定答案，而非分析问题。

你最好是形成自己的价值判断。所有的这些例子都说明，没有什么公式能把答案告诉你。在这一点上，格雷厄姆和巴菲特的“安全边际”是你唯一能指望的朋友，市场先生靠不住（人是容易犯错的，市场先生也一样）。

## 市场循环

以市场作为估值指标的最大缺陷在于会产生循环式问题。说埃克森美孚每股的价值等于它最近的交易价，丝毫无助于你了解它在这笔交易里是如何估值的。没错，我们当然知道价格是怎么形成的：靠股市供给和需求的力量决定的。从本书的第一部分，我们还知道这些力量一点也不理性；它们受情绪、心理和噪声的污染；它们甚至可能是混沌的。

但我们也就知道这些而已，它们没有告诉你价格是分析的产物，还是希望或恐惧的产物；是对将来预期收益折现的产物，还是对将来预期现金流折现的产物；是以账面价值的确定倍数为基础，还是以无数的猜测为基础。

要理解市场循环的问题，不妨记住约翰·伯尔·威廉姆斯的观点：任何资产的价值，都是它未来产生现金流的金额，并按这些现金流的实现概率进行折现。你可以争论说，可以用一些同类资产带来的回报率作为折现因子。但这样一来，你不仅要定义什么是同类资产，还要判断同类资产估值

的基础（除非你直接使用市场的集体判断，但这就又陷入循环里了）。

无数的书籍和文章都论述过，市场怎样决定了利率和其他回报率，但没人确切地知道这到底是怎么一回事。根据人们是愿意靠借贷进行即时消费，还是愿意靠投资进行未来消费（如退休后的消费）的集体倾向，利率总在变化。塑造集体倾向的，不仅有一些大致可量化的条件（如生产力、收益、货币的供给），还有一些本质上不可能衡量、任何时候都极不稳定的行为和心理条件。

人们无疑对资产回报有着具体的期待，但不同人的期待大相径庭。目前的调查数据显示，曾经在大萧条时代生活过的人，目前对股票投资组合的年均回报期望值跟第二次世界大战股票的年均回报率大致相当，接近10%；而那些只从书本上看到过、没有亲身经历过萧条时代的年纪较轻的人，对股票投资组合的年均回报期望值跟20世纪90年代末股票的年均回报率大致相当，接近20%（其他时期也出现过类似的期待差距，比如20世纪60年代末）。

这些群体的期待都不够正确，因为，从逻辑上来说，没有谁能对未来做出正确的预测。可这一类建立在无限复杂的人类心理和经验上的期待，构成了市场创造回报的基础。究其本质，美好的期待靠不住，市场指标循环往复不可理解。

一旦你对价值做出了判断，你必须去找市场先生，看看他给出了什么样的价格。最终拿主意之前，把你估算的价值和几种价格比率做一下比

较。

价格比率低的股票不一定蕴含着高于价格的价值，但这样的股票值得好好观察。价格比率高的股票也不一定就没吸引力，因为它的价格仍然有可能低于价值。倘若企业的经营气候、资产流动性、绩效和收益记录都很出色，不妨好好看一看；又如果它们的价格比率低、资产回报率高的话，那就更有必要多留心了。

### 股价/账面价值比

公司股票市场价格和账面价值之间的关系，叫做股价/账面价值比，它等于每股的市场价格除以每股的账面价值。

用一家公司的股价/账面价值比跟同行企业比较，可以衡量出投资者对这家企业的看法相较于其他企业或行业平均水平如何。股价/账面价值比高，意味着投资者较为青睐这只股票。

用一家公司的股价/账面价值比跟同行企业比较，可以衡量出投资者对这家企业的看法相较于其他企业或行业平均水平如何。股价/账面价值比高，意味着投资者较为青睐这只股票。

21世纪初，上市交易股票的平均股价/账面价值比为2~3.5，创办时间较长的工业企业（如钢铁公司）的股价/账面价值比有时接近或低于1，较新的科技公司（如电脑软件制造商）的股价/账面价值比有时高达20。

亚马逊的股价/账面价值比最高，在40以上；微软大约为15，通用电气



是10。而如果你发现一只股票股价/账面价值低于1，你就能以低于公司资产净值的价格买到它（当然，我们上面提到的例子并不属于这一类）。这样的股票相当罕见，有必要深入考察。

## 股价/营收比

对于大多数企业来说，公司的价值和它的销售水平应该存在强有力的联系。销售推动发展，销售得多，意味着收益更多。公司的发展不可能快过销售的增长，但要是管理不善，公司的发展会比销售增长慢得多，而这一点会通过糟糕的效率比和业绩比反映出来。

销售额受会计惯例的影响也比较小。由于它位于在利润表的最顶上一行，能影响到销售数字的会计准则恐怕只有一条：销售完成的确认时间。尽管在一定程度上也可以操纵它（我们会在第10章做进一步讨论），但它比利润表上最底下一行的收益数字要纯粹得多（可以影响后者的会计惯例数不胜数）。

计算股价/营收比，是用每股股价除以每股的销售额（财务报表里一般不列出这一数字，但很容易算出来）。你也可以按传统方法来算，用总市值（股价乘以发行的股票数量）除以总销售额（两种算法是等效的）。不管使用哪种算法，只要你能按等于或低于公司销售额的价格买到一只股票，你应该会得到比较充分的安全边际。

以我们常用的3家公司为例：微软的股价/营收比约为20，亚马逊也很高，约为15，通用电气是5。这些公司的这一比率高到了如此程度，显然你

捡不了便宜。但要是你能找到一家股价/营收比低，利润率又高的公司，你的钱就花得很值了。

## 市盈率

投资者通常用每股的交易价格对收益之比，来比较不同企业的市场价格。这就是所谓的市盈率，是用普通股每股的市场价格除以公司每股的收益来算的。用收益倍数来对企业股价有诸多限制，再加上还需要指定资本化率，解释了人们为什么喜欢用市盈率作为选股指标。

一般而言，较之市盈率低的同类公司，投资者对市盈率高的公司前景更为乐观。从历史上看，市盈率高低的分界线是15倍；超过15的，称之为市盈率高，低于15的，称之为市盈率低。市盈率非常高（高于50），意味着有一大群乐观的投资者看好公司的潜力。然而，公司的发展前景、所属行业、企业的相对成熟度（是新秀型、优质型还是经典型）、计算净收入的会计政策，都影响着市盈率的相对水平。各家公司的市盈率是没法互相比较的。

20世纪90年代和21世纪初，伴随着市场整体的动荡，各公司的市盈率出现大幅波动。假设一只股票的市场价格处于25~50美元之间，又假设它每股的平均收益约为1美元，那么它的市盈率也会处在25~50之间。隐含的资本化率徘徊在2%~4%区间。这时候你应该使用这类比率吗？有必要吗？反过来说，假设有一只股票的市盈率是5，这样听起来才像是有个稳妥的安全边际嘛。

## 经济增值

话说有一家商业咨询事务所意识到市场渴望利用新工具来为各种疯狂的念头寻找站得住脚的借口，便设计了一种各行各业都适用的衡量尺度（还注册了商标），还给这种工具起了个机灵的名字，叫做“经济增值”。“经济增值”工具说，根据资本回报率是否高于资本成本，可以评价公司的绩效。如果资本回报率确实高于资本成本，就出现增加的价值了。

经济增值算法的组成部分倒是很简单——公司的资本回报减去它的资本加权平均回报——可我们已经知道，要想把后者确定下来比光是嘴上说说难得多。

对经济增值而言，资本加权平均成本可以简单地定义成“用适当的折现率折现公司价值”，但这仍然没有跳出“循环”的陷阱。它也可以是公司的债务成本，即在衡量期间，公司为债务支付的平均利息。但倘若真是如此，经济增值就无非是“杠杆率”（负债产权比）的另一种叫法罢了。倘若经济增值算法要衡量债务成本和股权的预期收益，那么，它不仅没跳出循环问题，还额外带来了重复啰嗦。它真正能告诉你的，无非是公司是否击败了市场预期。<sup>15</sup>如果去年的股本回报率为10%，市场预期今年仍然是相同的10%，可实际上，公司实现了12%的回报率，那么，经济增值就告诉你，它额外增加了两个百分点的价值——但就算没有经济增值这个花哨的名字，你也能知道这一点。

更糟的是，设计经济增值这类工具的部分动机，是想克服收益管理上

的一些不当技巧：操纵确认收入的时机，操纵重组费用，以及下一章将要讨论的许多做法。随着投资者越发看重（或者说迷恋于）企业是否实现了分析师的收益预期，这些技巧也大面积扩散开来。经济增值不光没有解决此类问题，反而造成了局面的恶化，因为它只在管理者的表现超过预期的时候才鼓掌喝彩。

此外，如果经济增值是想要衡量公司用投资资本为股东产生利润的能力，那它必然存在着和传统的财务比率方法同样的缺陷：它们都要依赖于基本会计数据（用于计算利润）的真实完整性。与其说经济增值能减少管理者操纵（捏造）数字的压力，倒不如说它起到了恰好相反的作用。

当然，这并不是要否认经济增值的内在见解：要根据每1美元投资额外赚到了多少回报来评估绩效。其实，在评价管理绩效时，我们应该从报告结果中扣掉一部分数目，因为聘用管理层产生这一绩效也是要用资本的（现实中很少会这么做，尤其是现在很多管理层采用的是股票期权奖励方式，它跟企业回报是挂钩的。我们会在本书第三部分讨论这个话题）。对某些公司来说（比如罗伯托·戈伊苏埃塔领导下的可口可乐公司），这部分资本的回报率高得惊人，哪怕确定资本成本并不容易，但仍可毫无疑问地看出，回报远远超过了成本。

对经济增值的迷恋，意味着人们一味追求精确，却搞错了方向。这和前文讨论的现代金融工具有几分类似。巴菲特虽然相信经济增值的潜在观点值得肯定，但他也常常说，宁可要一个正确的估计值，也不要一个错误的精确值。2000年伯克希尔·哈撒韦公司召开股东年会时，查理·芒格更是当

众表示了自己对经济增值的看法：“纯属扯淡。”

格雷厄姆对市场价格和企业价值发表过一番值得我们铭记的论述：人们普遍认为，普通股的卖价应该是当前收益的特定比率。与其说这是逻辑带来的结果，倒不如说它是现实必然性造成的。不同类型的公司，这一比率各有不同，说明市场考虑到了企业的发展趋势或未来潜力。对于那些只有些许可能性提高利润的企业，它们的股票通常会以一个相当低的市盈率（不到当前收益的15倍）被卖掉；对于那些利润增加前景大好的企业，它们的股票一般会以较高的市盈率（高于当前收益的15倍）卖出……

在市场未受萧条或繁荣影响的时候，公众对个别债券的判断，通常是很不错的，市场价格也说明了这一点。倘若某些股票的价格跟事实数据不相吻合，那么，过一段时间，人们往往发现，这个价格是对当时还未浮出水面的未来发展的贴现。然而，股市也经常存在一种倾向：夸大收益变化的重要性——不管收益是朝好的方向变化，还是朝坏的方向变化，全是这样。市场整体的萧条和繁荣，就是这种倾向的表现；对其他时期的个别企业，这种倾向也频频显现。

从本质上来说，成功买入股票的能力，就是准确展望将来的能力。光是谨慎地回顾从前还不够，它甚至有可能弊大于利。挑选股票是一门难以掌握的艺术——这很自然，因为成功者能从中得到莫大的奖励。它要求人在过去的事实和未来的可能之间巧妙地保持心理平衡。

## 第10章 摆弄数字

打从1494年卢卡·帕乔利发明簿式记账以来，它就饱受着会计诡计的折磨。没有什么理由能指望它在接下来的500年里摆脱这样的命运。不管在会计、审计或者其他什么地方定下多少规则，也没人能保证财务报告的真实完整性。规则不可能消除管理上蓄意做的手脚，在财务报告里，充满想象力和创造力的做法，歪门邪道的做法甚至欺骗性的做法，是永远断绝不了的。

投资者和管理者应当早就对此有所预料，你不能指望它会消失，但要努力不上它的当，不做它的帮凶。想想近年来的会计丑闻吧——从20世纪60年代末到70年代初的利斯科公司账面舞弊、全国学生营销计划舞弊、宾州中央运输公司（Penn Central）会计数据造假，到20世纪90年代末21世纪初的圣达特公司（Cendant）造假、微策略软件公司（Micro-Strategy）造假和光线（Sunbeam）公司造假，同类事件层出不穷。这些欺诈行为刺痛了投资者，当事的管理者理应知道自己会被逮住、遭到处罚、付出代价（只是投资者在这个过程中并不会得到好处）。

非欺骗性造假的报表，处理起来更加棘手。这些报表使用了大量意在消除财务数据（从前文讨论的各种比率到收入本身）波动幅度的“平滑”技术。收益平滑，也叫做盈余管理，是靠着灵活利用普遍接受的会计准则将交易进行分类，或是按不同的时间段来进行分派，从而做出“好看”的财务

报告。

### 几个长期存在的问题

20世纪90年代末到21世纪初，美国证券交易委员会主席亚瑟·莱维特发表了一系列重要讲话，确认了几种长久存在的会计问题，它们堪称是“盈余管理”手法的代表之作。这些技术和会计本身一样历史悠久，几百年来，管理者把它们用得炉火纯青（有时候使用得合适，有时候不合适）。但按莱维特的说法，当今时代，专业投资分析的影响力越来越大，管理层为了实现分析师做出的收益预测，操纵财务报表的问题也越来越严重。

华盛顿大学会计学教授大卫·伯格斯托勒和密歇根大学的伊利亚·迪切夫证实了这种“摆弄数字”的痴迷做法的存在。他们指出，碰上收益小幅下滑，1/10的管理者会设法让财报上表现出收益增加；碰上负数收益，4/10的管理者会让它在报告里变成正数！对“摆弄数字”的痴迷，驱使管理者们弄虚作假。

莱维特挑出五个值得特别关注的问题，并分别给它们起了朗朗上口的名字，既为了平添趣味性，也为了便于记忆。

洗大澡。“洗大澡”指的是一种特别主动的盈余管理，相当于财务上的“整容手术”。它把影响收入的重大负面事件全部放在当前年度，好让企业在接下来一个年度财务表现焕然一新。这种做法在成本项目上非常普遍，比如因为收购、资产剥离、重组和其他特别的业务变化所带来的成本。这些变动，需要做出无数的会计判断，比如把它们放在什么时候，分

到哪一类别。管理者通常会在变动完成时尽可能地多花钱。管理者还可能在业绩非常不好、投资者已经完全不看好的年头给当前收益洗上一轮大澡，好创造出一种前景光明的样子来（这种事情随处可见，连有些声誉卓著的大公司也不能免俗）。

合并魔术。它指的是收购时的一连串创造性会计实践。如果企业以高于卖家账面价值的价格买下了另一家公司，大多数情况下，买家必须记下一项名为会计商誉（本书将在最后一章讨论）的资产，并在未来数十年摊销这笔费用。这样的话，同期收益就减少了。为了将收益减少降低到最低限度，买方的管理者会把高出账面价值的那一部分收购费用分配到其他东西上，最常见（名气也最臭）的是分配到“内部研发成本”上。会计准则是把这类研发成本列入一次性费用的（也就是说，无须摊销），所以，很多买方公司在合并的时候，就会这么做，哪怕它有违实际情况。

饼干罐储备。这指的是对一些东西的高估或低估，比方说，出版社高估或低估退货率，信贷机构高估或低估可能的贷款损失，制造商高估或低估保修义务。管理人员故意估计得不正确，为的是方便调整或理顺同期实际收益与预期收益的差额。

“不重要”。会计实践中的重要性原则要求，凡是重要的东西都要报告，不重要的东西则可以不报告。重要性并不是一个绝对的概念，它也牵涉到判断。按联邦证券法的规定，上市企业判断一种东西是否重要，依据的法律标准是这样：这种东西是否重要到会影响投资者对债券的投资决定（会计准则里也有类似的规定，它问的是这种东西是否会影响理性人的判



断)。对重要性的判断，往往采用的是粗略的经验法则。会计和审计员经常用来判断重要性的一条经验法则是：这种东西是否会对公司收益造成5%上下的影响。但套用这种简单的规则，可能会把一些在性质上有突出意义（但数量上不明显）的事情从财务报表上抹杀掉。

“葡萄酒还没养到成熟就提前喝掉”。它反映的是提前确认收入的做法。比如，玩具制造商可以把仓库里的货物标为“售出”，哪怕这一仓库的玩具没有卖掉甚至永远也卖不掉。又比如，手机分销商可以把已经运货并收到货款的商品标示为“售出”，而不管买家有90天的自由退换期。

为了解决这些蓄意操纵的做法，美国证券交易委员会呼吁立刻采取一致行动，这一呼吁简直是要从根本上改变美国企业文化。莱维特介绍了一套包含了多方面的计划，首先是责成美国证券交易委员会的工作人员审查滥用重组、虚报损失或准备金的财务行为。他要求美国注册会计师协会澄清有关购入研发部门、大规模收购冲销和确认收入的审计规则。他还指示美国证券交易委员会的工作人员不仅要从数量的角度考虑重要性，还要从性质的角度考虑；要抛弃“重要性只会造成一些小问题”的想法；要颁布收入确认的新标准。

莱维特还呼吁制定标准的私营机构参与这项事业，他尤其请求财务会计准则委员会(FASB)重新考虑现行会计准则中债务的定义。他鼓励公众监督委员会（Public Oversight Board）负责检查，加强对下属的审计董事会的关注，招募更多有财务背景（相对于法律、市场营销和公共服务而言）的成员。他提出，审计委员会要经常召开会议，提出更严厉的质询——莱维特

把这称为“来自私营部门的回应”。他任命了蓝丝带委员会，要求他们汇报提高审计委员会作用的方式方法，并呼吁管理层本身和华尔街在这些活动上通力合作，还财务报告一个真实而完整的面貌。

在这项计划的鼓动下，美国证券交易委员会对参与了莱维特所提及的盈余管理行为的企业，提起了一连串的法律诉讼。证交会采用了更为严厉的审计管理规则，要求审计员审核季度财务报表，对重要性原则做了定性和定量的阐述。

审计委员会现在必须审查并担保财务报表的准确性，在股东委托代理书中提供报告，说明是否签署了财务报表、书面章程是否阐明了委员会的职责。此外，委员会还需每隔3年将此类章程递交到证交会。证券交易所也采纳了一些相关的规定：要求上市公司说明审计委员会的成员是否独立于管理层，审计委员会成员必须有财务背景。

莱维特雄心勃勃的改革正在展开，投资者应当支持不折不扣执行这些改革的企业。然而，不管花多大的努力，也不可能完全消除通用会计准则里不可避免的灵活变通性，更免不了有人会受它们的诱惑。明智的投资者仍需要以适当的怀疑态度监控财务报告，对可能存在的失真保持警惕。过去并不一定代表未来，但过去必然是未来的序幕。1936年，格雷厄姆就曾对企业美国滥用财务报告的风气大加嘲讽，自那以后，许多人也这么做过，其中最著名的要数纽约市立大学会计学教授亚伯拉罕·布瑞洛夫（Abraham Briloff）。

## 讽刺作品

格雷厄姆曾讽刺地虚构了一家叫做“美国钢铁公司”的企业，它采用“先进的簿记方法”来报告收益的“惊人提升”，无须任何现金支出，也无须经营或销售状况上出现什么变动。为了与时俱进地说明会计欺诈，我们也来虚构一家公司，看看它会怎样使用莱维特痛斥的那些方法来实现同样的目的。它的新闻稿及随附的财务报告可参照下一节的案例。

虚构案例：电子美国.com宣布实现正收益  
电子美国.com今天发布消息，说公司已经实现正收益，震惊了华尔街的分析师。此前，分析师普遍认为这家初创企业自去年上市以来将持续负收益，消息发布之后，公司股价暴涨40%。尽管这种做法常见于报告负收益的公司，但我们相信，报告无盈利的企业，也会出于同样的理由这么做。

电子美国.com的收益增加，不是因为它采取措施增加了销售量，改进了产品、分销渠道或客户服务，而是因为在账面上对公司经济活动的记录做了改进。公司的实际情况是每股亏损25美元，可应用了这些新的记账方法后，变成了每股盈利50美元。会计改进由以下步骤构成：

修改收入确认政策；

调整坏账准备金和处理方式；

将市场份额的价值记录为资产；

将我们“烧掉”的现金量记录为资产；

以不同的货币报告；

对重要性概念加以精心提炼。

电子美国.com的董事和审计员串通一气，在本周召开的董事会上一致通过决议，着手采用本项目：

董事会及独立外部审计师，经过仔细的研究和考察，认为10个月前公司上市时采用的会计政策和实践过时了，不能反映公司管理者对业绩的期望或预期。

在特别审计委员会的帮助和支持下，董事会及审计师认为：其他许多公司都靠着采用创新的前沿技术报告会计结果，在资本市场上获得了竞争优势，而本公司却因为没有遵循这些最佳实践——称之为“新会计”——落到了不利地位。

采用“新会计”将抵消这一劣势，无需支付现金或改变任何经营活动，即可提高公司的市场资本化。在审计员的见证下，董事会做出了如下调整。

修改收入确认政策

我们这个行业的竞争局面，促使我们向客户提供慷慨的信贷条件。这包括客户享有180天的全额退款期：如果他们不能在180天内将商品转售给

最终消费者，可以退货给我们并得到全额退款。我们以前是等到180天期满之后才确认收入，以免届时货物并未卖出。

但这种旧经济政策大大减少了我们在利润表里反映的报告销售额。董事会决定，这类交易一旦销售立刻登记，原因是我们的销售团队付出了不懈努力，理论上应该能得回货款（我们可以之后再调整收入，但眼下，我们宁愿报告短期内的好消息，尽量把坏消息往后面推）。

特别是，我们偶尔会把库存“放在”拥有无条件退货权（我们口头做了应允，或签署“单边保证函”，当然，它们是跟销售文件分列的）的客户那里。因为存在这种安排，我们能报告更高的销售收入，收益也将出现大幅增长。如果当真要进行调整，平滑这些收入，我们会在之后的季度报告里重新阐述从前的收益，说明它们是由于我们的应收账款存在“收款”问题所导致。

### 调整坏账准备金和处理方式

在公司的融资部门，我们打算减少为拖欠款项和坏账准备金，把它们报告为流动资金。为此，我们有时会延长客户债务的到期日。我们还可以不管可行性，假装一定可以收回这些拖欠贷款。这样，我们大幅降低为信贷亏损预留的准备金，提高我们的净收入。

同样，在公司的所有部门，我们都会把客户退回的商品当成已售出商品，不让它们冲减我们的退货准备金。这项新政策的另一个好处是，它能增加我们的应收货款周转率，让我们的运营显得速度快又有效率。

## 将市场份额的价值记录为资产

市场上目前存在一种热门趋势：交易员和投机者会根据互联网公司的产品在市场上占了多高的份额来衡量公司的价值。这些公司的股票在首次公开发行和上市交易时价格高到了天上，总要有这样的解释才能说得过去。毕竟，大多数此类公司并不产生任何收益，甚至连正的现金流都没有。为了在这种疯狂当中保持领先地位，我们采取了合乎逻辑的应对措施：把市场份额的价值，列成我们资产负债表上的一项资产。

每个季度，我们会根据市场份额测量市场给予我们的价值，并将计入“市场份额”资产项。考虑到我们其他的新会计调整能让我们负数的现金流和收益报告变为正数，这一政策也算恰如其分了。不管怎么说，我们相信这是股东和市场参与者们想要的东西，我们不过是在配合他们而已。

## 将我们“烧掉”的现金量记录为资产

现金流为负的公司有时会用筹集来的现金量进行贷款，用来研发新产品。生物技术行业尤其如此，我们认为，这种方法的逻辑同样适合我们这一行。投机者和交易者认为“烧钱”大有价值。

从今天开始，我们会把烧掉的现金量记入资产负债表上的资产项，不再记入利润表里的费用项。另一方面，把开销的现金当成费用还是当成资产，会给我们的收益带来突出的影响，所以，根据每个季度报告收益的发展趋势，我们将保留在两种做法中换来换去的权利。

## 以不同的货币报告

我们在互联网上的一个物物交易网站里销售许多产品，并为其他公司提供票据交换服务。然而，这些商品和服务并不是直接采用物物交换的形式，而是由我们向网站注册会员发放“.com元”来进行交换。这种“.com元”的票面价值远比真正的美元要大，我们打算把某些资产和销售交易按“.com元”来记录，这样能大幅提高我们的报告资产和收入（当然啦，我们又不是傻瓜，开支和债务我们会继续用实际的美元来报告）。

## 对重要性概念加以精心提炼

就某些经济事件对我们公司是否重要，律师和审计师经常妄下权衡。他们对重要性的定义，是理性的投资者会如何看待这件事对公司业务和财务状况的影响。过去，这样的定义使得我们要在财务报表里报告许多细节情况，这些事情对公司管理者、其他股票期权持有者根本不重要。

为了将管理层的需求和财务报告的规定调和起来，董事会对重要性采纳了一套新定义。根据这一定义，未对公司收益造成5%影响的经济活动，对公司来说都不重要。较之原先的定义，这条规则更为明确和可靠，也让我们的会计部门获得了更大的确定性。运用这套重要性定义，我们可以省略大量烦琐的报告问题，从而也就节省了大把的票子（这很重要）。

.....

正如这篇讽刺小品里电子美国.com的报告所说明，会计和盈余管理能

把事实歪曲到什么程度（很多例子都是根据现实中发生过的案例改编的）。当然了，现实中不会有哪家企业发表这么坦率的新闻稿。这样老老实实的招供，跟在会计上弄虚作假的目标可不一致。

因此，就算你看到了财务报告，要是不知道读它的窍门在哪里，你是发现不了其中大胆冒进、遮遮掩掩、弄虚作假的地方的。以下列举的近期财务花招会对你有所帮助，坚持阅读报纸、简报和可靠网站上几乎每天都刊载的财务欺诈报道，也能让你得益良多。

思考这类案例的时候，请注意：许多备受批评的技术并不一定都是违法的，也并不见得违反了一般公认的会计准则。然而，它们大多破坏了财务报告的真实完整性。更糟的是，纵容这种冒进做法的企业或财务报告文化氛围，有可能会让财务报告的实用性缩水：一开始只不过是有点冒进，一步步出现了越界的压力，最后变成了欺诈。

总有压力让人想要在会计上动些手脚。很多曝光的丑闻表明，经济特点差劲、面临激烈竞争的企业，会计不规范操作的问题最多。公司的合同约束，也增加了采取冒进和不规范会计操作的压力。比如，很多贷款协议就包含了让借款人承诺维持一定的财务比率的条款，如债务股本比和前面讨论过的其他一些比率。为了满足这些承诺，管理者无奈动起了手脚。

为实现销售或收益目标的激励性薪酬协议，可能会助长弄虚作假的会计游戏。公司要承担的和解协议、法院裁决以及其他法律义务，也都会造成类似压力。额外融资的打算，也会驱使人编出好看的业绩报表，哪怕实



际经营萎靡不振。更普遍地，正如莱维特所警告，痴迷于短期结果的投资气候总会产生维持收益稳定增长的压力。

## 财务谜语

难以判断的冒进会计技术和机会很多，没有哪两起丑闻完全一样。然而，大多数会计丑闻都有一个简单的共同点：虚报收益。夸大收益最常见的一种办法，是把本来该视为费用的东西当成资产或负债。这种欺骗把做业务的成本藏在资产负债表里，这样，利润表里就没有它们的负担了。

剖析大部分的会计欺诈，只要对简单的记账规则及其与财务报表的关系有个入门的理解就行了。复式记账法要求每笔交易的借贷金额相等。它让资产负债表左右相等（资产始终等于负债加净资产），并反映了利润（收入减去支出）和净资产之间的直接关系。

尤其是，资产或支出账目的增加部分要求计入借方，减少部分计入贷方；债务或收益账目的增加部分计入贷方，减少部分计入借方。这些记账规则永恒不变，所以，除了虚报或不记录交易，会计造假还包括一些技巧性处理：是把交易算做资产还是费用，算做是债务还是收益。

### 培生/企鹅公司的例子

来看看培生集团怎样为下属企鹅出版分公司销售的图书记账。赊欠式销售要求计入借贷两项：资产账目下记为借项，是“应收账款”，收益账目

记入贷项，是“销售收入”。之后收到现金付款，借项记为“现金”，贷项记为“应收账款”。

对一部分预付款买家，企鹅公司会给他们按标价打10%的折扣。根据记账规则，收到的预付款要按未打折的标价记入贷项下的“应收账款”。由于买家的实际付款在标价上打了10%的折扣，借项下的现金应当按标价的90%计算，其余10%记入费用项目。如果加上了10%的折扣费用，那么财报上的收益就减少了。

培生集团并未采用这种标准记账规则，而是把预付款按标价的90%记入借项下的“现金”，并把同一款目记入贷项下的“应收账款”，这样，费用项目下就根本不会出现这10%的折扣。它单纯成了资产账目的一部分——应收账款，从而人为抬高了报告收益。

乍看起来，企鹅给每位客户打10%的折扣，是个很小的变化，但在6年当中，它们积累成了1.63亿美元。培生集团的管理层在把企鹅出版社和新收购的普特南·伯克利出版社进行整合时，最终发现了这笔藏起来的折扣。最终，培生集团对内部相关人员来了场大扫除。

## 水星财务公司

1997年1月，水星财务公司宣布，1996年的前3个季度和1995年全年，它多报了100%的收益。水星财务的业务，对为信贷评级差的客户提供贷款。公司上下乱成一团，CEO和审计官全下了岗，聘请了新的危机管理专家，跟波士顿银行及所罗门兄弟公司的交易全部取消了。它没有现金偿还

到期的商业票据债务，在破产的边缘摇摇欲坠。

这家公司和消费者财务行业几乎隔几天就会登上报纸头条。一些评论家指出，很多跟水星财务一样从事高风险业务的公司多会使用“冒进的会计技术”——完全正确；另一些所谓的专家则评论说，财务公司的会计“异常复杂”——这就不对了，其实没什么复杂的。

对贷款方而言，贷款是资产，哪怕有些贷款不大可能偿还。不良贷款属于费用——也就是做生意的成本。费用减少了净收入。估算不良贷款总额可能会涉及复杂的判断，但会计很简单。注定收不回来的贷款记入费用（借项）。贷项下则是一个名为“坏账准备金”的账目。

水星财务公司并未把所有不良贷款都视为费用，而是这样决定的：哪怕借款人并不还钱，公司还是要收回这笔钱（比方说把借款人的车给没收了）。在账本上，他们在借项下造了一个名为“其他资产”的资产账目来反映收回贷款的权利，而不是把它记入费用账目，表明这笔贷款可能永远收不来了。靠着少报费用，水星财务的报告收益总是很高。

水星财务公司的财务报告把凯歌唱得声音太高，不小心泄露了天机。在它的资产负债表上，其他资产账目从1994年底的2.46亿美元飙升到了一年后的12.1亿美元。就算此账目之下除了收回权利还有其他资产，这么惊人的增幅对稍微有点会计知识（或是有点常识）的人都该显得很奇怪。

美国在线

美国在线的资产-费用是笔糊涂账，源自它不把开发用户群的支出款项当成做生意的成本（费用），而是当成了业务投资（资产）。20世纪60年代末70年代初，全国学生营销计划舞弊丑闻就是这么做的，不过这也的确属于一种判断。

对这类开支的处理方法，可以分为两种。你可以认为在线服务类似报纸，并按照报纸行业的惯例办——把这类开支视为成本（费用）；你也可以把在线服务比做直邮公司，采用后者的处理惯例——将这笔开支视为资产，把所发生的成本计入未来的会计期内。

如何选择这两种做法呢？会计上要考虑的问题是：这些支出能不能在未来期间带来可靠的收入。事实证明，美国在线无法预计新用户会使用自己的服务多长时间，所以，说这些支出能增加未来收入并无根据。

美国在线的管理者和审计人员做出目前的判断，也许自有他们的道理。但经历了可怕的媒体报道和股东提起的集体诉讼官司之后，有一点可以保证——他们后悔了。

和水星财务公司一样，美国在线的凯歌唱得太高，以至于泄露了天机：资产负债表上显示了一项奇怪的资产，叫做“用户获得递延成本”。1995年8月到1996年10月，它猛增到了3.85亿美元，成了美国在线资产负债表上最大笔的资产。股东们愤怒地抗议，迫使美国在线于1996年秋放弃了这种做法，并重申了收益，勾销了80%的所有者权益。

纺织品中心

判断在企业会计决策中扮演着关键的角色，因此，在选择把一笔交易视为费用还是资本，或做其他会计决定的时候，管理者常常说服审计人员和董事接受自己的立场。但就算真的采纳了管理方的意见，企业的财务报表中也应该对这一判断加以详尽说明。但实践上并不总是这样。

为什么有必要揭露这些困难的判断呢？如果你对此感到有些困惑，那就来看看美国证交会起诉纺织品中心公司（下辖乔安纺织品连锁店），最后达成和解背后的故事。纺织品中心知道自己门店的每日销售数据，但除非到了每年盘点库存的时候，否则它无法判断售出商品的成本，也不知道利润率是多少。所以，它就采用了所谓的毛利法（用前一年的实际利润率推算下一年每季度的利润）来进行估计。

然而，有好几个季度，激烈的价格竞争大大吞噬了利润。趁着利润下降的情况尚未登入财务报告，还没公之于众，公司对外发行了债券。于是，美国证交会起诉纺织品中心对价格竞争的情况、对利润进行估算的做法披露不充分。

使用纺织品中心的库存系统（这件事发生之后，它已经更新换代了），判断每季度的利润率是必要的。但那些参与发行债券的人，明明知道每季度的财务报表未经审计，就把它用了起来。对会计估算所发挥的作用，这些人应该提高重视。

光线公司

光线公司的会计欺诈手法有所不同，但也相当常见。它那些经媒体大肆报道的会计阴谋，归结起来就是一系列所谓的“接单不出货”式交易。冬天的几个月，它记录卖出了木炭烧烤架，哪怕烧烤架要到来年春天才送货。靠着这样的蓄意操纵，它就能在冬天报告更高的销售额。

这起会计诡计，发生在自封的“危机处理之王”艾尔·邓拉普任期快结束的时候。自从他执掌业务大幅滑坡的光线公司之后，炒掉了一半的工人，关停（或合并）了一大半的设施。邓拉普吹嘘自己的目标是要“振奋”公司，说他的计划像诺曼底登陆一样精心安排（可惜，邓拉普不是丘吉尔，他在光线公司搞的所有计划最终都惨淡收场）。显然，有了这种突破困局的心态，发生会计违规行为的可能性激增——虽说也并不是完全不能避免。

### 微策略软件公司

光线公司在收入确认上耍的把戏，已经蔓延到了其他行业，尤其是计算机软件行业。莱维特把这个行业给单独挑出来，专门做了解释。这一行里最戏剧化的案例发生在微策略软件公司。

微策略公司签订了几份不同寻常的合同，从另一家企业买入并卖出某种东西。有了这种双重交易，公司得以提前记录收入（远远早于会计准则规定的期限），并将这部分的账目掩盖起来，好让审计人员查账的时候看不出来。

来自媒体记者的压力迫使公司及其审计师稽查这部分合同，并最终判断早前的会计做法有误。这下可好，等公司洗干净了手脚，股价已经从每

股245美元跌到了87美元（缩水60%）。谁的损失？挨了骗的股东们。

## 圣达特公司

公司披露信息时使用模糊的语言，意味着它碰到麻烦了。20世纪90年代末圣达特公司发生的会计大丑闻留给人们一连串的教训，以上只是其中之一。圣达特公司是1997年年底CUC国际公司和HFS有限公司合并后成立的。

CUC公司提供会员制折扣购物服务，通过会员缴纳的会费获得收入。平均而言，这种会员制企业从长期会员身上赚的钱比短期会员更多。确切地说，要是会员入会不满一年，公司所得的利润就是零，因为这部分会员有权要求退还会费。

CUC的一贯做法是，一收到每名会员的会费，就即刻将它确认为收入，至于费用，则分摊到3年的会员期上。早在1989年，这种会计实践就让CUC碰到了一些尴尬局面。从记账的角度看，它在借项下记入收入，在贷项下记入费用账目和若干负债账目，靠着借贷两项的不匹配，公司得以提高报告收益。

遭到财务分析师和其他人的严厉批评之后，CUC在这一点上有所收敛，但在其他方面继续采取冒进的会计实践。其中最主要的，是它在会员流和年度续约率上耍弄的报告手腕。考虑到新会员对公司的利润没有太多贡献，只有长期会员才具有真正的价值，上述信息对于评估公司的未来前景非常重要。

这种误导性的说法只是公司无数违规行为中一个突出的例子。后来，投资者对CUC提起了诉讼，公司用28亿美元才达成和解。法庭上采用的司法会计报告把真相公之于世。司法报告指出，公司这些做法，淋漓尽致地体现了它恶性的会计实践文化。CUC还对退还会费的比例做手脚，调动现金，甚至在CUC和HFS合并形成圣达特的相关账目上造假。

## 小结

并非所有的企业都存在冒进或不规范的会计行为。麻烦的是，要察觉很难。巴菲特打趣说：“用一支笔能偷一大笔钱，用一杆枪却只能抢一小笔钱，而且，前者容易太多了。”要避免被人用笔杆子抢钱，必须关注塑造企业文化的管理者。有些企业的文化鼓励高尚的会计实践，也有些企业（比如前面列举的那些）却鼓励格雷厄姆所说的“数字戏法”。不管是全国学生营销计划舞弊案，还是圣达特公司的丑闻，问题的关键都在于：企业的高层管理者是不是一些足以信赖的人，这就带出了本书下一部分的主题。



## 第三部分 信任经理人

### 第11章 放眼世界

沃伦·巴菲特一再强调只与你“喜爱、信赖、尊崇”的人做投资（这样的表达多次出现在《巴菲特致股东的信：股份公司教程》一书中）。格雷厄姆淡化了投资选择中的管理方因素，而其这样做的原因并非是认为管理方因素不重要。

格雷厄姆的问题在于对管理因素评价上。他认为“除非设计应用一套客观可靠、信度较高的定量测试方法来测量管理能力，否则对管理因素的评价将始终如雾里看花般不真切。”格雷厄姆认为对于投资人来说，评价管理因素的上上之策就是参考过去的经营业绩、财务报表。

同时，在格雷厄姆看来，投资的主要原则之一是高度重视诚信度。他恳请投资人不要把钱财交给他人，除非投资人可以监督此人，或者投资人“有极其充分的理由完全相信此人的诚信和能力。”虽然格雷厄姆指的是投资顾问，但是这一点同样适用于经理人。毕竟，无论投资人使用中介人与否，其钱财都把握在企业经理人的手中。

虽然对管理方能力及可信赖程度的评价仍然模糊不一，但有两点是必须考虑到的。首先，在格雷厄姆提出上述论断之后，企业治理方面已有了蓬勃的发展，许多人认为当前的局势有助于人们更清醒地评价管理方的诚

信及工作的效率。其次，在格雷厄姆把财务记录作为衡量管理方能力的评价标准时，曾含蓄地指出管理方诚信的重要性。正如我们所见，既往财务报表的可靠性取决于管理方的可信赖程度。

尽管管理方能力及可信度并不一定与公司的价值成正比，然而这两项缺失的公司则注定没有投资价值。正如巴菲特所说：“投资人应该更多地把钱投入到由与股东关系良好的管理方拥有的企业，而非投入到由形形色色自私自利的经理人持有的企业。”

要评价经理人的诚信及能力，首先需考虑经理人在美国及其他发达国家所恪守的行为准则。尽管许多言论表明了上述惯例的重要性，然而事实却常与之背道而驰。现在让我们简单地看一下各国的公司治理情况。

## 两个世界的故事

人们习惯上认为美国和英国的公司的经营主要是以股东的利益为目的的；而在日本、德国及其他欧洲大陆各国，情况则截然不同，管理方经营公司是为了股东、员工、债权人乃至全社会的共同利益。从理论角度看，上述概括不无道理；而细究起来，情况却并非如此。

以上对比描述了美国/英国股东市场的经营方式。在该模式中，经理人和股东协作，组建、管理公司。股东持有公司的股票，股票的价值根据公司的发展变化涨落。经理由公司的日常运营者（行政人员）和负责监督指导公司运营者（董事）共同担任。

英美公司治理的主要问题在于股东与经理人二权分立造成的所有权与经营权的分离。两套机制可用以解决上述问题。一是监督机制，通过给予经理人更多职责或者授权给股东的方式，采取措施解决问题。二是退出机制，该机制又称华尔街法则，特别包括自由转让所有权，股东可以自由出脱手中持股退出公司经营。

监督机制和退出机制巩固了金融和劳动力市场，反之亦然。因为管理、控制公司运营的市场的存在，股东可以淘汰掉劣质的管理。作为退出机制的自由转让所有权有助于发展完全活跃的高流动性资本市场。美国的公开法案促进了公司经营的透明度，大大增加了市场推动力。

公司的透明度以及英美的自由就业政策有助于高效劳动力市场的建立。例如，在透明度的作用之下，如果经理人经营不善，股东很可能会投票革除其职务，其他的公司也不大可能再雇用他们。

同时，经理人可以借助同员工签订协议、扩大员工数量的方式来提高效益。当然，工会常可通过协议及联邦劳动法保护的团体协约获得重大的权利。该权利并非源自外部强加的调控，而是个人自愿安排的产物。

消费产品市场也推动了企业管理绩效准则的建立，它记录下消费者的消费习惯，并最终产生良好的公司利润。不过，劳动力市场距离完美尚遥远。时有所见，尽管表现得差强人意甚至是远不尽如人意，但一些高级管理人员仍拿着高得令人咋舌的薪水。

美国的大量诉讼案使监督机制进一步得以加强。股东能够通过合法诉

求、诉讼及程序法律与衡平法补救来保护自身的利益。专业的律师团队不仅可以帮助他们提起直接诉讼、衍生诉讼和集体诉讼，还可以探讨确定此类诉讼的依据，甚至为之提供资金。

美国公司其他相关人的权利与股东的权利大不相同。员工、供应商、债权人及顾客的权利由合约设定。这样做的主要理由是一旦公司破产，股东将是最后获取赔偿的一方。这意味着当经理人代表股东时，会间接保护所有索赔人的利益。

此类市场的主要财务特征是所有权分散的公司股本证券。所有权分散下的文化因素激发了创业精神，鼓励需要投资人（新创公司和迅速发展的企业）和提供投资人（风险资本家和投资人）广泛参与到权益投资中去。

这种所有权结构依赖于对集权文化的排斥。最好的例子是《谢尔曼和克莱顿反垄断法》，在西奥多·罗斯福的反垄断民粹主义环境下，在这个法案的作用之下，美孚石油等公司结束了其垄断地位。另外一个例子是《格拉斯—斯蒂格尔法案》，该法案诞生于经济大萧条时期，将投资银行从商业银行中分离。该法案于1999年废止，这一方面反映了世界经济全球化，权力被分散，另一方面也反映了美国态度上的些许转变。美国政府与微软在反垄断法下的战争表明，美国对垄断的顾虑仍然存在。

英美公司的经营模式与日本、德国和欧洲大陆其他企业所谓的银行/劳工模式形成了对比。上述国家的银行/劳工模式的主要财务特征并不是股票市场模式下的所有权分散，而是所有权集中化以及存在着大量的投资中

介。银行作为金融中介接受个人存款并将存款投资于公司企业，只有少部分的投资主体存在。集中所有权和持有债务为发展运作积极的高流动性资本市场减轻了压力。此外，没有什么能像《格拉斯—斯蒂格尔法案》一样缓和了投资所有权集中的形势，令金融业形成了银行、证券分业经营的模式。

所有权集中产生了少量强有力的股东和债权人，与英美公司需要用不同方法来确定各种权利相比，同时具有股东和债权人双重身份，几乎不需任何监管治理机制。因为银行既可作为主要的股东又可充当债权人，所以在惠及股东还是公司其他利益相关者方面做出选择时，压力并不大。

因为传统上劳方不再是通过合约确定其利益的公司管理活动的参与者，而成为了公司治理结构的中心，所以监管治理机制就变得不再需要。工资制定政策和解雇劳工保护法（与美国/英国的自由雇用形成对比）表明欧洲国家坚定地致力于劳工保护问题。以上因素也解释了为何公司高管与普通员工收入上的差距在银行/劳工模式下没有在市场模式下大。

在公司的正式管理上，德国和荷兰把劳工正式提升到公司第三重要领导者的位置。公司在工人委员会的指导下运营，经理人需就有关公司政策方面的各种问题征询工人委员会的意见。德国公司普遍采用包含管理董事会和监督董事会的两级制董事会制度。

管理董事会(Vorstand)负责公司管理，代表公司进行第三方交易，定期

向监督董事会提交报告。监督董事会(Aufsichtsrat)负责调动、任免管理董事会成员，监督公司的管理工作。根据德国法律，监督董事会的成员由员工和股东选出，持有等额股份。虽然监督董事会并不能做出管理上的决定，但管理董事会酝酿的动作和业务措施需获得监督董事会的许可。

德国公司的双董事会结构基于劳资协同经营制度(mitbestimmung)的基础之上。因为劳动力和资本共同决定了公司的未来，因此劳工应该作为监督董事会的成员从公司的治理体系上保护自己的利益，而不是通过合约或政府的规章制度。占据了独特的地位、同时扮演着股东和债权持有人角色的银行是构成监督董事会的又一股力量。因此，所有权同控制权的分离——作为股东市场模式的定义性特征——在银行/劳工模式下显然不存在。

在银行/劳工模式中，即使是仅有的股东也无权取代经理人。在德国和荷兰盛行的两级制董事会制度下，权力缺失的主要原因是欧洲普遍采用企业委员会制度。欧盟要求除英国以外的所有成员国在大部分公司确立员工协商程序、建立工人委员会。

许多欧洲大陆国家将欧盟的要求贯彻得更为彻底，要求所有公司建立工人委员会。在确定或实施影响员工利益的主要政策（包括关于提议裁员及可能改变管理权）时，管理方必须与委员会协商。为了在公司治理方面激发员工的积极性，欧盟还要求在出售企业时，聘用合同作为企业资产一并出售，因此根据法律，企业接管者仍需对合同负责。

同欧洲的模式相比较，日本加强了劳工和商业信贷银行在公司管理结

构中的作用。同欧洲相似，日本银行往往拥有大量的债务和实业公司的股票。横向协作是日本生产模式的鲜明特征。员工是生产过程中的多面手，他们不仅要与人分享大量的信息，还要经常参加培训。然而，受专业化所限，公司需在劳动力市场加大投资力度，发展必需的专业化人力资本。

日本公司因此会因为员工的跳槽而面临比欧洲及美国公司更大的投资损失，而员工也需面对所掌握的技术为公司特有、只能在本公司使用的风险。为解决这一问题，公司和员工发展了终身雇用制度。该制度给予员工永久的工作保障，因而也为公司赢得了有所约束的劳动力市场。

因为这一保障了双方利益的制度并没有任何法律保证，因而日本转向了交叉所有权制度。日本的实业公司拥有大量其他公司的证券。结果，日本公司的所有权比欧洲更集中，相应削弱了资本市场的约束力。

## 义务的误读

不同模式的对比就到这里。现实表明，在各发达的经济体中，管理职责的真正受益者时有相同，更存在着普遍差异——这一点对投资人来说很重要。公司的社会责任是美国公司管理的一个重要方面。直接努力改善所有非股东成员的状况从侧面说明了股东利益最大化有利于公司的其他相关人。

在满足公司成员诸如反优先雇用、雇用童工、裁员、环境、合理工资、隐私、性骚扰及工作和家庭的平衡问题等各方面的要求上，大部分公

司都采用了直接的方式。这些公司的经营离不开员工培训、协助方案、工作宣言和社会责任审计。

社会责任已延伸到大型公司的层面。比如，商业社会责任组织成立于1992年，目前拥有1 400多个公司成员，这些公司年营收超过1万亿美元，员工总数近500万。许多家喻户晓的公司都很好地履行了社会责任，如美国电话电报公司、可口可乐公司、杜邦公司、联邦快递、家得宝公司、摩托罗拉和宝丽来公司。很多共同基金和其他机构投资人承诺只投资有社会责任感的公司。一些投资人称这种投资方式能够使股东财富最大化。

许多公司纷纷效仿，强调承担社会责任。一些传统的公司成为承担社会责任的典范，如美体小铺及Ben & Jerry's（联合利华公司在2000年年初接手，允诺扩大这一全球消费产品巨头的社会责任）。还有一些令人惊讶的追随者，如飞利浦-范霍伊森公司——其CEO为里根政府时美国贸易政策顾问布鲁斯·克拉斯基。孩之宝、锐步和沃尔玛也紧跟趋势。州法律要求董事必须尽力为股东和公司整体利益服务。

德国法律充分考虑到董事责任的受益人除了股东以外，还包含其他相关人。而德国也要求董事顾及股东的整体利益，禁止他们做出有悖于股东利益的行为。因此，代表了欧洲国家的德国公司法和美国的法律均意在保护所有相关人。为此，这两项法案规定了管理方的受信义务和忠诚度。

注意义务需要明智的商业判断，这意味着董事必须搜集所有可以合理使用的重要资料，之后再谨慎地履行其职责。在大多数情况下，董事违背



注意义务需承担的法律 responsibility 需要法院做出审查，看董事是否存在重大疏忽——这是一个很高的标准，类似于酒后驾车。忠实义务要求董事在个人利益与公司利益产生冲突时，以公司利益作为自己行为和行动的最高准则。在经济发达国家，董事义务的具体实施各有不同，但是差异并不明显。

英美和欧洲大陆董事义务间的差别比想象的要细微得多。不同的法规规定了这些义务的内容而不是各方受益者。这些法规目的在于保护并扩大“企业馅饼”的规模，而如何切分这块馅饼则鲜少涉及。

公司最大的问题是经理人与公司其他利益相关者的对立。经济发达国家的公司，其垂直体系大都大同小异。当公司控股遭遇威胁时，这一问题则变得尤为突出。

大多数美国法律要求董事在面对恶意收购时需强化董事义务，或者加强对董事行为的司法审查。在上述两种情况下，主要关注的问题是董事行为是否充分考虑了股东的利益。德国法律并未强化董事义务、加强司法审查，只是要求董事不要违背股东的利益，要充分尊重共同利益。然而美国标准的提高并没有使美国模式与欧洲大陆模式相分离。

许多国家要求董事考虑各种情况下非股东公司成员的利益。例如，在美国，尽管法官常说“股东至上”，但他们同时会要求董事考虑公司决定对股东以外其他相关人包括债权人、顾客、员工，有时甚至是整个社会的影响。

法官有时在自由量裁时会采用强制性语言，即使是在经理人对抗恶意

收购时——格雷厄姆认为这种20世纪60年代末常用的方法可以约束表现不佳的经理人。例如，在20世纪90年代中期，特拉华州最高法院受理了时代公司董事反对派拉蒙公司的恶意收购案，时代公司提出其部分原因是有必要保护该公司新闻诚信的文化。因此，在收购的情况下，即使是对董事会行动最严格的司法审查，董事也会拥有很大的自主权。

收购法不要求任何特别行动，也不会强迫董事确保股东获得最高价格。事实上，此类案例一致调查的是是否有威胁公司的因素存在，而不是仅仅或一定调查股东的利益是否受到了威胁。

下面是一个超越了股东利益的法律下的生动案例，让我们看看联信公司与美国金属产品公司对公司的控制权之争。美国金属产品公司经济效益急剧下降，联信公司以超出市场55%的价格收购美国金属产品公司。美国金属产品公司的股东大力支持联信公司。在一个月內，联信公司获得了美国金属产品公司72%的流通股。支持联信公司的股东有美国金属产品公司的创始人罗伯特·希克森和拥有近80%股份的许多机构股东——包括教师退休基金会（TIAA-CREF）。

教师退休基金会加入了一个起诉美国金属产品公司董事会的股东集团。该股东集团在联信公司和美国金属产品公司的股东直接诉讼中采取了非常措施，其成员分别填写了“法庭之友”案情摘要支持联信公司。教师退休基金会辩称，美国金属产品公司践踏了基本的“股东民主原则”。

尽管联信公司有着压倒性的股东支持率，但美国金属产品公司的管理

方成功地为收购设置了一系列障碍。管理方引用宾夕法尼亚的法律——要求董事不应为股东而应为公司的最佳利益服务，允许董事会尽心尽力地为其理解的员工、贷款人、不同的群体等相关利益相关者的最佳利益服务。美国金属产品公司管理方提出的一个障碍就是出色地改变了“毒丸”的条款，以便不会被在立信公司董事加入之前管理公司的董事吃掉。

美国金属产品公司寻求一纸强制令，禁止立信公司的同意征求，除非提名的董事候选人申明如果当选，他将按照宾夕法尼亚法律义不容辞地为公司整体，而不仅仅是股东的利益服务。

立信公司称美国金属产品公司在立信公司的收购过程中违背了董事的受信义务。美国金属产品公司采取非常行动抵制立信公司，并获得了法院的支持。在立信公司看来，法庭一再强调宾夕法尼亚法律的核心——“利益相关者”标准，明确表示“董事可以权衡股东和其他相关人的利益”。他们“可以考虑对各方的影响，包括股东、员工、供应商、顾客和债权人”。他们“不需将公司利益和某集团看做是首要因素”。

这些表述并没有表明股东优先原则。一个隐藏的事实是：从实施的角度上看，宾夕法尼亚标准并没有与美国其他州的标准有什么不同。该标准与德国法律相似，表达了德国法律所强调的共同利益。

想想德国曼内斯曼公司与英国沃达丰公司之战及德国戴姆勒奔驰和美国克莱斯勒的合并。尽管德国法律允许董事对员工、贷款人利益和所谓的共同利益进行评估，法律也要求董事会不要违反股东的最佳利益，双方董

事会都做到了，但德国曼内斯曼公司仍让人出乎意料。

上述做法或许并不能说明股东至上，也有别于银行/劳工模式。两者的经理人都没有承担起坚持股东至上的责任。

## 世界大同

公司业务全球化趋势表明了经济社会的进一步和谐，投资人不应该忽视这一点。这种趋势使差异变得越来越小，也越来越淡化了以公司所有者为中心的观念。在这样的情况下，本为数不多的坚持股东至上的美国公司经理人将会进一步减少。

产品市场国际竞争的硝烟蔓延数十年，而今金融市场的国际竞争也日渐激烈。在公司和其他机构在市场上寻求最低成本的资金的同时，投资人（资本的供应者）现在开始获取更多在境外的投资机会。孤立的资本市场不复存在，金融市场针锋相对的竞争接踵而至。

欧盟在许多方面将公司金融和管理融合在一起。最重要的是，单一货币的采纳通过平衡生产率差异这一技术进步和高投资的结果而缓和了竞争的局面。商业支出差距，特别是工资差距将逐渐缩小。随着各国采用欧元，最终放弃使用地方货币，这一进程将逐渐展开。

同样具有深远意义的是欧盟的创新大大减少了资本跨国流动的障碍。欧盟制定了一系列规章强制取消对外国投资的控制。只限制一些涉及国家

安全、公众健康和社会福利的特定部门。许多欧洲国家保留权力，只在必要的时候进行控制。

## 会计准则

一系列基本原则的修订调整了欧洲的会计准则。这些准则包括：①财务报告需有统一的格式；②包括原始成本、权责发生制的普遍评价原则及审慎的保守主义原则；③授权检查财务报告是否真实、公正；④年度审计；⑤公开文件存档；⑥合并原则。统一会计制度的趋势促进了公司财务和管理的和谐。

日本也采取了类似的措施。现在，日本的会计准则要求整合公司下属子公司的所有账目。由于过去缺乏这样的法律，一些公司为了保护母公司而将坏账转移给子公司。日本的新规要求如不动产的价值跌到原始价格的一半以下时，公司需列出所有待售不动产的市值。在此项规则制定之前，日本存在大量的投机性泡沫，从20世纪80年代一直持续到90年代（见第5章）。

世界上越来越多的美国以外的及非英语语言公司提前采用国际会计准则并用英文汇报其结果。例如，日产公司在1999年末提前6个月采用合并会计准则，用英语发出有关新闻稿汇报阶段结果，这对于10年前的日本公司来说简直是难以想象的（即使日产是一家有着法国背景的日企）。在2000年中，当日产用国际会计准则汇报年度财务成果时，显示了63亿美元的惊人损失。如此大的数字是因为考虑了养老金负债、关闭工厂的费用以及不

动产和所持证券的更实际的价值。尽管造成这一结果的还有很多其他重要因素，但是考虑在非美国公司投资的投资人必须明白其他地方的会计准则并不像看起来的那样。

美国正在向世界上盛行的会计准则看齐。1996年10月，美国国会通过了1996年《全国证券市场改进法》，要求美国证券交易委员会就发展国际会计准则的进度做出汇报。近10年来，美国证券交易委员会与国际会计准则委员会(IASC)合作，颁布了一套核心的会计声明。1997年10月，美国证券交易委员会向国会递交了汇报国际会计准则委员会进展情况的报告，并加入和响应国际会计准则委员会倡议的世界组织。

七国集团的财政部长和央行行长宣布支持国际会计准则委员会的行动，鼓励其尽快提出一套完整的核心原则。此外，世界银行希望“五大”国际会计师事务所坚决要求各公司按照国际会计准则准备其财务报告。英国前首相托尼·布莱尔、美国前财政部长罗伯特·鲁宾等人均郑重表示，发展实施国际会计准则是新兴的全球金融体系的一个关键部分。

美国证券交易委员会称国际会计准则务必要全面、保证可比性和透明度、全面公开、能提供严格的解释并对其实施负责。事实上，许多人认为美国证券交易委员会主席莱维特的广泛倡议响应了日益统一的国际会计准则，是对美国公司盈余管理的严格遏制。

未来的会计制度对投资人来说至关重要，如美国会计准则一样，保留着衡量商业现实的作用。这一体系与坚持财务报告诚实性的审计文化一

起，为投资企业增加了无与伦比的价值。将眼光投向海外的投资人应该充分意识到差异，密切关注提供了机遇和挑战的国际新变化。

## 公司治理

在欧洲，时有抵制制度统一的事件发生。例如，为了促进区域和谐（也可能是世界和谐），13则有关欧洲公司法的规章以及关于在个别国家建立欧洲公司（Societas Europaea）作为本国公司的补充的建议相继出台。然而，上述措施目前都不是欧盟的最主要目标。

有时，特别是在早期欧盟展开全面努力时，提议建立员工董事会代表和采纳一些统筹治理方案相脱节。反对的声音主要来自数十年来一直在选择英美同盟还是欧洲大陆的欧洲联盟之间摇摆不定的英国。虽然这种不确定为欧盟的和谐统一设置了障碍，但英国却在国内实现了这两种模式的融合。

美国的公司治理最初借鉴并改进了英国的传统。现在英国也开始引进改良的公司治理原则。英国1992年关于公司治理的《卡德伯里报告》（在1998年的最终版本中被重命名为《汉普尔报告》）旨在确定国际公司的“最佳范例”。他们打算借鉴美国在公司治理方面的技术革新，具体要点将在下一章中讨论。

英国在欧洲的重要作用以及英美公司治理间的联系使得欧洲大陆模式向市场模式靠近。法国的经历成为一个引起争议的实例。在历史上利益相关者模式和金融中介构成法国公司治理的特征。同时，法国采用的是国家

主导型的产业政策，法国公司的规模普遍小于其他资本主义国家公司的规模，法国的产业精英并非来自于产业内部。这种环境限制了资本市场的深度和监督能力。

现在法国正追随着全球化和自由化的趋势。政府通过私有化放松了国家对各产业的控制，修订版规则使法国模式更近似于市场模式。此外，小股东的数量迅速增加，紧跟英国之后，法国仿照美国模式进行了广泛的技术管理改革。而且，法国公司董事会开始建立审计赔偿委员会，小股东承担起越来越重要的任务，大量高质量的优势信息增加了经济的透明度。

与法国相似，日本也远离了终身雇用制和横向协作，逐步向股东市场模式迈进。日本越来越意识到利益最大化策略实际上与公司传统上提供的保护相一致。越来越多的日本工人——尤其是年轻的工人——表示他们不想连续数年为同一个老板工作，更别说和一家公司签订终身协议了。

美国公司治理仍不够完善，我们可以在接下来的几章看到这一点。美国公司治理的基础很健全，但是在研究其他国家公司治理的相关情况——特别当投资人进行海外投资并展开全球竞争后，我们就可以了解到美国公司治理不完善的原因。

## 兼并与收购

沃达丰与曼内斯曼之战借助了始于1999年初期严重恶意收购的美国式欧洲并购活动之势。在法国，巴黎国民银行发动了380亿美元的恶意收购，在其两个主要的银行业竞争对手——兴业银行和巴黎银行宣布兼并后，意图



接手二者。在意大利，Olivetti公司用600亿美元恶意收购其主要竞争对手——意大利电信集团。后者设计了一系列包括与德国电信建立白骑士联盟等重大防御战术来抵制收购。

在另一场跨国战中，法国的奢侈品巨头路易威登发动了一场激烈的持久战，旨在收购古奇——一家奋力抵制收购的在荷兰注册成立的意大利公司。1999年中期，道达尔菲纳恶意收购埃尔夫阿奎坦公司，这一行动撼动了法国工业和政府机构。以上交易——无论是其进攻模式还是其防御模式——都让人联想起规模在欧洲前所未有的美国式的并购活动。

在欧洲和日本，许多友好的全球联盟都参与推动市场模式的蔓延。在戴姆勒和克莱斯勒合并的引领之下，汽车产业通过曾被认为难以实现的跨国交易，在世界范围内实现了合并。汽车产业生产能力上升到年7 000万辆，然而汽车的年平均需求量最高仅为500万辆，这样，世界40家汽车制造商中只有约10家盈利。以下为部分汽车公司的结局：福特并购了马自达，大众并购了英国的劳斯莱斯，雷诺收购了三星（韩国）和日产三分之一的股份，戴姆勒-克莱斯勒收购了三菱三分之一的股份。

许多其他的产业也面临相似的全球并购。在出版业，德国的贝塔斯曼公司和其他一些欧洲和美国公司一样，追求着收购和联合风险投资热潮；在服装业，在成功地抵制了路易威登的收购之后，古奇接管了法国的圣罗兰；在金融业，德意志银行收购了知名投资银行银行家信托公司；英国石油公司并购了阿莫科（石油）公司；纳贝斯克和一家美国收购公司试图购买英国联合饼干公司，结果在由法、德、英构成的财团的包抄下，铩羽而

归。上述这些及其他众多欧盟并购案在公司范畴内实现了行动和预期的高度统一。

兼并和收购是可以给股东价值带来巨大打击的少数方式之一。随着全球化的日益深入，交易的机会也越来越多。并非所有的交易都是我们需要的。密切关注这一领域的经济活动对于投资人来说极其重要，这一点在本章的后半部分还会重申。

## 资本市场

欧洲股票市场总市值超出纳斯达克、超过纽约证券交易所1/2的股票市值（考虑到市场因素，股票总市值可在短期内剧烈变动，而自2000年年初起，三个市场总市值分别为7万亿美元、4万亿美元和11万亿美元）。1998年7月，法兰克福和伦敦证券交易所宣布了整合设施计划，允许在交易所交易彼此的上市证券。法国不满自己被排斥在外，很快加入了法兰克福-伦敦联盟（尽管较法兰克福和伦敦各40%的份额，法国只占20%）。在法国宣布并入泛欧证券交易所后不久，米兰、马德里、阿姆斯特丹和布鲁塞尔的证券交易所官员不约而同地表达了加入这项事业的渴望。

尽管欧洲联盟不会答应建立一个共享的交易系统，但它迅速同意了在不同交易所之间进行股票交易。当协商者还在努力争取时，一度受到冷落的法国交易所抓住时机与来自阿姆斯特丹和布鲁塞尔的交易伙伴签订协议建立了欧洲证券交易所。这个三方联合的交易所夸口说，拥有的股票总市值等于全欧洲总市值的1/4还要多。

由于欧洲证券交易所的建立，法兰克福和伦敦证券交易所同意进行并购。两者合并形成了iX，意为国际交易所（International Exchanges），有望整合这两个欧洲国家重要的城市的蓝筹股和科技股。iX自夸说拥有相当于全欧洲总市值1/2的股票。这一交易因为斯德哥尔摩（瑞典）证券交易所的高管OM Gruppen意图恶意收购伦敦证券交易所而中断。尽管暂时尘埃落定，然而欧洲资本市场一体化的进程却从未停止。

美国全国证券商协会(NASD)建立了自己的纳斯达克欧洲证券市场，这是一个与欧洲各兼并的交易所有着千丝万缕的联系的市场。为了建立一个24小时营业的全球股票交易市场，美国全国证券商协会曾和日本软银集团合力创建了与大阪证券交易所相联系的日本纳斯达克证券市场。纳斯达克欧洲证券市场的建立标志着朝这一目标迈进了一大步。这样的结果会进一步促成证券市场的兼并，并因此而影响着金融、会计准则、信息披露、收购、公司治理直至投资人的期待和经理人相应的措施。

在证券上市和交易中，随处可嗅到兼并的气息。多年来，国外公司一直在推动着全球股票上市，其中最著名的成功案例是1993年戴姆勒-奔驰在纽约证券交易所上市。人们不断地努力，成功的案例也越来越多。在废除《格拉斯-斯蒂格尔法案》之后，瑞士联合银行向证券交易委员会提出上市要求，主要目的是用美国上市的股票支付美国金融服务公司的收购。数月后，瑞士联合银行收购佩因·韦伯证券和基金管理公司。

在法兰克福证交所上市10年之后，25岁的德国思爱普软件公司于1998年8月初在纽约证券交易所上市。思爱普因制造“美式增长”和“美式回报”而

闻名。思爱普公司管理人员认为思爱普在纽约交易所的上市表明思爱普已经逾越了法兰克福证交所并发展成一个包含多种管理模式的跨国公司。

国际证券交易集团化的迹象还包括建立可以进行期权交易的国际证券交易所(ISE)。在线经纪人公司E\*Trade和一组经纪自营商在Adiron-dack Trading Partners的带领下，投资近8 000万美元建立了这个全电子化交易的期权交易所。创始人极力吹嘘自己能够在削减交易成本的同时进行数额惊人的超越地域界限的电子化交易的能力。

投资人不应该忽视资本市场的特点。他们需关注交易如何进行、由谁来进行、交易成本多少、何时会影响价格波动和市场效率。同样重要的是，交易规则决定了会计处理，放宽对上市公司的限制能够削减财务报告的真实性。

### 最后的前沿：信息

跨国交易有着实际的障碍，如获取对方信息的类型和数量。在诸如美国和英国这样的坚持市场体制的国家，可获得大量的当地的目标信息。这些国家往往会运行不动产和知识产权体系。发展良好的证券及兼并收购业强化了信息文化。兼并收购中的买卖双方都清楚需要依靠信息进行正确的评估以及凭借合同来保密的必要性。通常在探索论证的初期，卖方就会执行保密协议并在关于兼并的讨论开展之前提供给买方大量的专有数据。

欧洲和亚洲国家的文化与美国/英国市场模式的文化截然不同。可得到的资产记录很有限，相关信息也被小心地保护起来。卖方不愿意与可能因

为个人喜好拒绝交易的潜在买方分享信息。在美国和英国保护买方的保密协议在这里并不起作用。这样做不无道理，因为执行保密协议的法律体系并不发达，卖方会对买方是否能严格地保密产生怀疑。

在沃达丰—曼内斯曼之战中，文化差异变得异常明显。曼内斯曼公司在英国法院起诉沃达丰公司的顾问戈德曼·萨克斯，试图阻止戈德曼继续做沃达丰公司的顾问，其理由是戈德曼之前曾在曼内斯曼公司工作，知晓曼内斯曼公司的保密信息。英国法院在短暂的听审之后，认为曼内斯曼公司的要求很可笑，并因此驳回了诉讼。

实质上，不同的模式对相关信息的理解也不尽相同。在市场模式中，特别是在美国，披露潜在的环境债务和退休人员债务的行为由来已久。其他国家最近刚刚开始环境监管，它们在传统上更多依赖于公共社会保障制度，有关个人的计划并不在重要的位置（即使在此类负债很多的德国）。对于投资人来说，美国公司比欧洲和日本的公司会披露更多的信息。美国联邦和州法律同股票交易规则、市场压力一起导致了美国公司会大量提供各种信息。相较美国，其他国家提供的信息就少得多，有效性也差得多。

随着越来越多的如戴姆勒克莱斯勒和思爱普等形形色色的公司在美国和世界证交所上市，它们会发现在提供信息方面须符合美式要求。在完善跨国交易的过程中，信息的提供及评价变得不可避免，由此建立统一信息披露标准的需要变得愈发迫切。事实上，人们发现美国/英国式的信息披露与大多数国家特别是德国的传统一致。因此，很有必要将信息披露包含在国际公司法中。

公共监管机构为此做出努力。美国证券交易委员会与国际证券事务监察委员会组织(IOSCO)合作开发非财务信息披露的国际标准。该标准的目的是使跨国公司在统一的信息披露标准下融资和上市。国际证券事务监察委员会组织发布了关于特定的现金交易、普通股股票上市的新规则，使其适用于要约收购、股权交换、公司合并、私有化和其他的相关交易。

在现代全球市场，高质量的信息对于智慧型的投资是很必要的。由于更多的国家发展了信息化企业和投资文化，更多的人了解了其规则，人们越来越难以忽视网络上的垃圾谣言。

### 互谅互让

改革的浪潮引起了员工的积极响应。在20世纪后半叶，公司价值在股东和员工间的重新分配缓慢却大大改变了美国社会股东至上的思想。在过去，员工仅仅会对收入和辞职感兴趣。今天，没有人只关心收入，员工越来越关注企业的方方面面。

员工向雇主提出索偿，包括假期和病假工资、陪产假或产假、安全和反歧视权、保健计划、遣散索赔、退休福利和退休金。所有这些索款要求股东从昔日的所有中划拨出大量的资金。最重要而且有些违背常理的是，与日本相反，这些公司的员工成为了股东，同时将更忠诚地为同一位雇主工作更长的时间。

美国的监管机构更大胆地吸取了国外的经验。例如，它消除了投资银

行和商业银行的界限。1996年12月，美国联邦储备委员会增加了投资银行业务收入，商业银行可从投资银行的子公司赚取10%~25%的收益。管理上的变革带来了所谓的《20条款》（Section 20 subs），掀起了商业银行和投资银行合并的浪潮，结束了金融分业经营的历史。1999年11月《格拉斯—斯蒂格尔法案》的废止加强了金融业的融合。所谓的《20条款》带来了监管的变革，引发并推动了商业银行和投资银行的合并，改变了所有权分离的历史进程。美国的诉讼制度并不令人艳羡，其支持大量的股东集体诉讼和衍生诉讼。相比之下，许多法律体系严格限制此类诉讼。尽管美国可能不会大量减少此类诉讼，而可以确定的是立法者希望遏制滥用诉讼的决心。例如，1995年的《私人证券诉讼改革法案》大幅修订了证券法，区分了滋扰被告诉讼和立功索赔。

这一分析从利益相关者和财务特征角度预报了公司管理模式的融合。这些管理模式不主张股东利益导向，新型的模式也不需要股东利益导向，各方力量全力推进公司的融合。事实上，美国公司的合并并没有为了股东的利益而增加经理人的权利，更确切地说，经理人的权利反而被削弱了。

巴菲特告诉我们，他在投资中得到的最有价值的教训就是意识到业主经理人的重要性。这个永恒的经验的价值在全球化的世界里越来越重要。当然，巴菲特强调，尽管管理质量可以极大地影响权益回报率，但是却永远无法取代有竞争优势的良好企业。他说：“优异的管理记录（从投资报酬率的角度来衡量）取决于你划的是一条怎样的船，这更胜于你怎样去划（虽然不管一家公司好或坏，努力和才能也很重要）。”后面几章将会关注

成功的经理人。



## 第12章 规则和信任

投资人会将财产委托给他人。在这种情况下，投资人是否高度信任受托人的能力和诚信度？当然，这是一个简单的常识，但是如何评估受托人的能力和诚信度则有些棘手。

格雷厄姆使用的是我们在第2章谈到的定量分析的方法。年复一年，如果数据看上去不错，并且有持续下去的趋势的话，就可以表明管理层是有能力的。

包括早期的沃伦·巴菲特在内的许多其他投资人都因为对管理层诚信度的关注不够而接受了沉痛的教训。诚然，如果一个公司的统计数据看上去又好又准确，那么，该公司的经理人可能极富才能，值得信赖。如果数据看似不错，其实不然，则无法信任该经理人。正如巴菲特曾提醒我们“就长期而言，若管理层过度注重会计数字而忽略经济实质的话，通常两者都顾不好”。

因此，在投资选择中，诚信是另一个独立因素。是否存在能够衡量管理层诚信度的合理方法？巴菲特认为关键是同你“喜爱、信赖、尊崇”的人做生意。巴菲特测试投资是否达到标准的办法是看受托人是否是“你放心把女儿嫁给他的人”。

“女婿”标准是否真的适用于选择受托人呢？虽然这个标准似乎教导我

们不要选择一个与我们志趣不相投，甚至不愿与之共赴超级杯盛宴的经理人，但是其实这一标准的意义远比听起来的要深远得多。

## 家族企业管理

一切商业交易都依赖于信任。签订合约有助于规定和保护权利，但是在实施阶段人们就会期待对方能够恪守诺言。人们还可以通过合约权衡未来风险，以此减少经营和投资费用，但这也仅限于对方能够履行承诺的情况下。

生意上的信赖深深根植于同源关系，所以上文提到的“女婿标准”测试并不奇怪。“女婿标准”的经理人测试与企业的渊源在商业发展史上由来已久。大多数企业都是以家族企业开始，然后把亲属加入管理层中去（常包括女婿，例如百威公司、华盛顿邮报公司、米德公司），历经数十年或数代，才发展得颇具规模。在很多情况下，家庭成员会在企业的发展壮大中放弃管理权，而企业最终会发展成为一个大规模的现代公司，正如布朗福曼集团、杜邦公司、礼来公司、麦格劳希尔、诺顿百货以及无数其他公司经历的那样。

过去的家族企业发展到现代，父亲、祖父抑或是女儿已不再是公司的管理人了，取而代之的是一群专业的经理人、权力的分散、制度化的组织结构以及无数的权威报告。结果就是公司的所有权和控制权分离开来——股东监督经理人经营公司。在现代公司中的信托应与和家族企业相关的规范

和价值观相一致。

投资人不可能坐下来结识大多数大公司的高级主管，但这些高级主管每年都会写给股东一封公开信，也会定期发表一些演说，从中我们可以找到大量的线索，以确定该公司的诚信度。经理人的言谈通常显示出他的性格（详见第14章）。

我们究竟可以委托经理人做什么事情呢？让我们来找找答案。人们常常会谈到其经纪人、会计师或律师，但他们很少提及经理人。然而，公司的经理人为你的资产做的和这些助手一样多，甚至要多得多。

你的经理人应该做点什么呢？他会像股东一样，为了你的利益经营公司，保证你的利益不受公司其他相关人的利益——常常是与你有关利益的冲突的影响。人们常会忽视重要的一点：投资人和经理人的看法往往存在分歧。当有分歧的时候，投资人的利益可能受到危害。

经理人会以权益资本或股票的形式进行投资，为公司筹集资金。经理人将投资人看做是公司中的合作伙伴或者只是公司的顾客。

人们认为作为公司顾客的投资人的品味和喜好会在经理人卖给他们的股票和证券的价格中体现出来。大多数投资人在公司如何经营或谁来做经理人方面很少或没有发言权（除了每年选举董事外）。

经理人的利益从属于公司整体利益。举个例子，在这类公司中，经理人常会考虑宣布红利或组织收购交易给整个公司而并非股东个人带来的税

收影响。

相比之下，投资人的意见对于业主经理人来说很重要。经理人将投资人视为生意上的伙伴、公司的一员，而不是陌生人。选举董事是一种正式的表达投资人意见的方式，而经理人也会在其他方面充分考虑到投资人的利益。比如，经理人会考虑有关红利和交易等公司决定给投资人，而不是或至少不完全是给公司的税收影响。家族企业或其他小型私有企业的经理人很容易采纳这种所有人利益导向的思想。大型公众公司的经理人则不然。聪明的投资人会将资产委托给那些不论公司有多大、股东有多少都能采纳投资人意见的经理人。

## 局部治理

全球公司治理的现实表明，董事和经理人经营公司是为了公司的众多利益相关者的利益，而不仅仅是为了股东的利益。法律允许经理人秉承股东至上或公司利益相关者利益至上的理念经营公司。企业分析的一部分就是评价公司治理股东利益导向的程度。

许多信息可以帮助我们鉴别公司的方向，也许在美国我们可以获得更丰富的信息，但是我们可以看到信息共享的趋势正在世界范围内蔓延。在美国，公司会将大量的信息公开给股东和其他利益相关者看。许多公司则更周到地在其网站上公布大量的信息。此外，你还可以从由著名的行业分析师，如标准普尔、邓白氏、罗伯特·莫里斯协会，还有诸如美国联邦贸易

委员会等政府机构编撰的出版物中获取丰富的、高质量的信息。

我们可以从这些资料中筛选，看看哪位经理人可以更好地胜任股东资金管理者的角色。然后确定最佳的经理人——那些能够以高度的责任感和主人翁意识为公司做决定的人，能够将股东当成战略伙伴而非陌生人的，你愿意与之共赴超级杯盛宴的人。

然而，有时即使是业主经理人都将与股东有着利益冲突。你要想办法找到那些惯于化解利益冲突、能够妥善管理股东资金并充分展示亚里士多德的伦理美德的人，与之投资。从公司的管理中找出股东利益导向的踪迹，不比从公司的财务报表中推断其财务或管理绩效甚至是一个公司的价值观容易。不过，却完全值得努力一试。

困难与可能性共存的原因是法律对公司治理的规定甚少。联邦证券法规定了广泛的信息披露义务，但优秀的公司大多无须法律规定就会自觉地参与到生机勃勃的市场经济中去。州法律规定了董事和经理人的责任，但是这些责任多泛泛而言。法律规定了一些规则和限制，不过这些规则和限制或者太正式因而衍生出不同的解读，或者空洞而无意义需要公司的制度章程重新规定。

我们不需要这样的公司治理。许多支持者坚持改革，坚持股东利益导向，即统一管理层和股东的利益或加强董事会对经营者业绩的监督。然而，如果公司需要靠这些机制来创造出股东利益导向的局面，那么相关的评价也会大打折扣。

多数的公司治理改革不能够解决管理上的问题，有些还会让问题更加恶化。不过，机构投资者还有其他的股东支持者制定了各种公司治理政策，其中大部分是用来加强所有人地位的。潮流可以影响金融，也可以搅乱公司治理。

在过去的几十年里，最流行的管理理念也许就是独立的董事会。美国全国董事协会(NACD)和许多机构投资者，包括加州公务员退休基金以及美国教师退休基金会，竭力建议大部分的董事会成员由独立董事——那些不在公司内部任职，并与公司或公司管理者没有重要的业务联系的董事——组成。他们认为这样做有助于对管理层的监督。几乎所有的大公司都采取了这样的方法，在《财富》1 000强的公司中，90%的公司都有大部分的独立董事席位。

不过，选择这样做的根源是直觉，而不是分析。经理人需要约束、董事监督会起到积极作用——人们似乎从未对此怀疑过。就此命题做出的相关研究表明，独立董事非但不会增加经济绩效，相反，在两者间还存在着负相关。

这并不是说不需要设置独立董事（例如，巴菲特认为大多数的董事应该是独立董事）。需解决的常识性问题有：这些独立董事是什么人？他们给董事会增添了什么价值？熟谙外交策略和徇私舞弊的独立董事远比不上积累了丰富的行业和管理经验的财务总监。

选择董事的关键是其商业头脑、对于工作的兴趣以及股东利益导向的

理念。要避免选择名人董事，也不要让董事会变得多样化等一些不重要的事情作为选择董事的依据。另一个流行的做法就是将公司CEO与董事长的职权分开。这与独立董事的原理相同，用以抑制监督CEO的权力。在《财富》1 000强公司中，仅有5%的公司采用了这种方法。

从经验上看，大量的证据表明，职权分散的公司的运营并不比其他公司好。另外，很难说职权分离真正可以给公司治理带来积极的影响，因为对CEO进行监督是出于对其不信任。一个CEO不被信任的公司——也许这只是一个管理上的策略——会给人缺少诚信、不成熟的印象，警示投资人远离这样的公司。毕竟只有傻瓜才会认为信任是可以收买、构建的。

不过，此次改革的一个方面是有意义的，许多公司为像CEO、股东这样起到关键作用的人提供了非执行董事会主席的席位，并做股东评价。毕竟，让CEO评价自己或评价董事会会有自欺的危险。独立的评分人会更客观地评价其表现，合理解释公司的管理信用。

一些委员会，特别是审计委员会常会要求董事的独立性。审计委员会独立性与美国审计实务的结构相一致，要求审计公司独立于公司和管理层。薪酬委员会的独立性反映了对公司主要职能，如对CEO及对董事会表现评价的行政监督。

然而，在其他一些委员会，如提名委员会、风纪委员会和管理委员会中，对独立性的争论也正进行得如火如荼。如果一个公司实现了各委员会的独立性，那么问题也会应运而生。公司设有各种独立董事委员会的事实

并不会保证没有合谋和欺骗产生。

通常建议对CEO和其他董事采取阶段性审查及正式审查。这样做看起来确实很合理，值得表扬。不过在审查时，应避免CEO在场——人们很难，也很少这样做。人们常会在对CEO的审查中定期增加董事的阶段性评价（当然是在CEO回避的情况下），这也是巴菲特极力支持的一个举措。这样做难免有不信任CEO之嫌，但在公正地审查CEO的判断力上又不失为一条良策。

关于完善董事会程序的官样文章层出不穷，许多都是无稽之谈或只是流于形式。董事对于关于快速、高质量的信息传递，公司的治理原则以及充分有效地参与程序的要求晦涩不清。上述内容应该包括在管理得当的公司的正常运营过程中。而即使已经包括在内，也无须赞扬，因为裁判员本应该熟知棒球规则。

其他一些常见的奇怪的建议源自于同样愚蠢的美国政治。董事有任期限制？为什么一个好的董事仅仅因为已达到一定的工作年限，就不能再继续其工作？还有年龄限制？近40%的《财富》1 000强公司采用年龄限制以响应如加州公务员退休基金等管理机构的号召。

但是拒绝65岁或70岁以上的人留任的公司也将一些人才排斥在外。你可能赞同先锋公司董事长杰克·伯格在70岁的法定退休年龄卸任，但是没有了杰克和其他一些正直精明的长者，先锋公司的境况真的更好了吗？迪士尼的18个董事中有5人超过了70岁，可这又怎么样呢？因为这些眼光犀利的



商界领袖一直孜孜以求地推进迪士尼股东的利益。

为董事会增加性别和种族的多样性是另一个错误的源自美国政治的公司治理方法。多样性本身并不是一个值得赞扬的商业目标，企业的领导人也不应因此受到表扬。这与故意创建和保持多元化的组合投资一样不恰当、不明智、不靠谱。也许这样做的效果很好，但是即使这样，也仅是重实质轻形式的谨慎安排的结果，而非原因。不管怎样，通用电气公司的董事包含两位女士和一位黑人这个事实并不重要；重要的是，这几个人还有通用电气其他的董事均是杰出的、有着很强的股东利益导向的商界思想家。

所有这些建议普遍存在着问题。对于通用汽车有益的对通用电气未必有用，对两者都有益的未必对宝洁公司、eBay、箭牌或好时公司有帮助。每一家公司的情况要求有自己的治理结构。只有当管理措施具有可辩驳的论证对话逻辑时，才真正值得称赞，比如，在CEO回避的情况下，董事对CEO的表现做出评价及保证审查委员会的独立性。除此之外，这些一般原则毫无用处。过分强调它们必然会有误导性。你可以将你需要的关于管理的花招用于董事会中，但是如果公司的CEO或其他高层缺乏诚信的话，这些花招肯定不会起任何作用。

## 综合治理

尽管公司治理不存在万全之策，但是在个别之处存在着一些普遍规

则。要点是充满活力的董事能提升公司的绩效。这是一个实证研究已证实了的简单的常识。

所有的治理结构中的关键问题是董事会的规模。你自然需要最少的董事做出能够反映任何有影响力群体特点的最深思熟虑的决定。董事人数最好在6人以下，超出这个数字的话，则人数越多，公司越不易管理。毫无疑问，精简的治理结构可以让想法和活力发展得更快，就像我们从沃尔玛与西尔斯、通用电气与西屋电气的角逐中所看到的一样。人数不多的董事会带来了更精简的管理团队。

另一个类似的问题是个别董事所能供职的董事会数量。某特定董事任职的公司越多，他在各公司可能尽到的义务就越少。董事在两家董事会供职的经历会给这两家公司都带来价值。例如，美国前参议员山姆·纳恩供职于6家上市公司（包括通用电气、可口可乐和德士古），他从中积累的经验有助于实现所供职公司的利益需要。如果一位董事同时服务于12家公司的话，他又能给公司带来多大的利益呢？弗农·乔丹就是这样的例子并饱受公众批评。很少有人可以在供职这么多公司的情况下，仍然值得公司信赖，并能为之做出突出的贡献。

所有公司需担心的最后一个问题是接下来由谁来坐头把交椅。公司不需做出正式的CEO候补人员计划，但是董事会有必要好好考虑一下这个问题。问题是即使是最周到的计划也可能出差错，有时最意外惊人的接任可能会带来不可思议的成效。董事会就职位的交替进行过仔细的思考，选择继任者需要判断力（具体内容见下一章）。

公司治理的细节为人们辨识公司管理上的可靠性提供了线索。我们要小心董事会成员多为CEO的私人朋友并缺乏坚实的业务背景的公司。如果一家公司不能够经常审查高层管理者的业绩，那么这样的公司也不值得信赖。以公司的慈善捐赠为例。如果公司大部分的慈善捐款都用于CEO的个人喜好，也许你就会怀疑是否他把公司当成私有品，而不是属于大家的公司。在美国的大公司中，与众不同的是伯克希尔·哈撒韦公司，它拒绝管理慈善捐赠，而是把管理权直接交到股东的手中。

如果这些要素指向较高诚信度的话，你可以降低折现率；如果中等的话，提高折现率（如显示出与股东利益导向相反的话，离这家公司越远越好）。

在对公司治理的关注中，网络公司的管理问题也浮现出来。有人认为传统的公司治理模式不适合新经济状况下的公司。很难理解究竟为什么不适合，也许是产业变革的速度、竞争强度、技术娴熟经理人的缺乏以及股票自由买卖的特权意味着新的经济体制无法忍受旧的规则和方法。

这样的理由是愚蠢的。表面上，它们并未涉及在管理新旧经济形式的公司问题上的差异。变革、竞争、精明的管理以及激励性薪酬在所有的企业中都很重要。将不同类型的公司与其各自的规模相联系更能说明问题。比起更大的公司，小公司不是很需要也很难保证正规管理。而与网络公司管理相关的争论也仅限于网络公司的规模普遍小于非网络公司规模的情况，而现实生活中网络公司规模大小不定，所以并无最终定论。

对于任何公司来说——无论是新经济下的，还是旧经济下的，抑或是未来经济下的，不一而足——都存在同一个关键问题，就是什么才算是良好的管理。公司情况不同（包括公司潜在的类别），答案也不同。不过，正如万全的管理模式不适于非网络公司一样，其同样不适合网络公司的经营。

为了对新经济公司新管理规则的拥护者显示公平，他们不得不持一种奇怪的想法（网络公司存在着共性与特性），因为公司的管理者将旧经济公司进行统一管理，以至于盛行的管理实践不适于许多网络公司（同理，网络公司的管理方法也不适于许多旧经济公司）。

因而，讨论管理原则是否应该不同只是在浪费时间。公司的管理原则当然不同，但这并不是因为网络公司有什么特别之处，而是因为每一个企业组织结构都是不同的。

## 会议上的发言权

说服董事听取股东意见是理想的公司治理方法，但是法律和实际的限制使这一简单的方法无法实现。冷漠和集体行动问题限制了股东的发言权，但这只是这一问题的部分原因。

大多数的州法律授权公司建立能够在年会或者是在特别会议上指导股东提案的程序。美国证券交易委员会增加了附加的规章。实践中，管理层一般更喜欢使之能够将股东的提案从代理须知中删掉的规定。使用“股东提案规则”可导致许多大公司的重大政策变化。如从20世纪30年代开始，这一

规则就用来增加股东在积累投票和会后报告的传达等方面的权利。

实际上，每一个人都可以达到能够迫使公司把股东提案加入年度代理声明中去的资格要求。根据法律，一年中拥有该公司股票1%或者1 000美元的市场价值就足够了，提案的成本费用由公司承担。

股东提案通常继非股东的利益相关者之后，由名义股东提出，其目的是为了利用股东提案规则实现社会变化（这种功用在20世纪70年代随着导致通用汽车董事会整合的著名的通用汽车运动而突然变得多了起来）。社会政策拥护者利用它促进一些活动，诸如关于公司行为的环境影响的报告要求、种族和性别歧视以及人权问题。有时这些活动与股东的利益相关，有时则不然。

在过去的几十年间，股东和公司其他利益相关者无数次地使用了这种方法。尽管大部分表决都没有得到多数票，但是越来越多的提案取得了胜利。大家都知道名义股东可以给出提案，管理者可以采纳赢得多数股东支持的温和一些的提案。而管理者常常选择不去实施这种提案。毕竟，如果管理者真的相信的话，他们根本不需等待其他人提案或投票就会实施。

比股东提案规则更重要的是公司收购的可能性。公司收购可以通过代理投票权竞争或者要约收购实现。在作为更传统的公司收购方式的代理投票权竞争中，一个股东和一些股东呼吁其他股东通过选举新董事的方式改变公司的控制权。他们在给所有股东的委托书中陈述他们的理由，现任董事在其自己的委托书中陈述理由。然后股东投票，其意见会被采纳。

在20世纪60年代末70年代初，格雷厄姆叹息于股东以此方式改变不善经营所面对的困难（格雷厄姆对这些困难有着切肤之痛，因为在其职业生涯的早期，曾经为争夺公司的控制权而发动了一场代理权争夺）。但是在那时候，代理投票权争夺很容易挑起，也比现在更有效，标志着盛行于20世纪80年代的公司治理运动的开端。对于60年代末70年代初代理投票权争夺的涌现，格雷厄姆说：“看到公司的高层管理如此令人满意，董事们履行基本义务的情绪也空前高涨。”

20世纪80年代给美国公司带来了更复杂的、资金也更充足的反收购策略——主要是投标报价，股东以此方式离开管理不善、经营业绩不佳的公司。这样的结果是创造出公司控制市场——一种赋予股东的发言权真正意义的方法。因此，格雷厄姆在公司治理运动刚刚拉开帷幕时的恳求如今极具价值：“请股东以豁达的心胸和加倍的小心看待其他股东发来的欲改变显然令人不甚满意的公司治理局面的代理材料。”

## 第13章 工作中的董事

在美国公司，越来越多的人感叹董事工作负担过重。他们一味地被要求做太多的事、全力满足各种有冲突利益群体的需要，等等。要想改变这种局面，这里有一个简单有效的解决办法。董事可以简短地列出五件事，然后出色地完成它们。董事会需要做的主要工作如下：

选出有影响力的CEO；

设定高管薪酬；

评估接班人；

进行资本配置；

提高财务报告的真实性。

这些工作上的出色表现最终并不取决于公司的管理机制，而是取决于董事的诚信度。投资人应该关注董事的业绩情况，并以此判断该公司是以股东利益为导向，还是以经理人利益为导向。如果公司经营不善，而管理者的收入却很高的话，则该公司以管理者利益为导向。在以利益相关者利益为导向的公司中，已投资本的回报低、工厂收益不高、始终面对劳动压力。所有人利益导向可以从良好的绩效、合理的管理者收入，以及对于生产工作中生产效率高的工人的培养中反映出来。

仔细想一想，作为以管理层利益为导向的案例，第11章中美国金属产品公司反对联信公司的收购究竟服务了谁的利益？美国金属产品公司的股东拒绝收购，显然他们认为自己的利益被危及，美国金属产品公司计划通过裁掉9%的员工即4 200个岗位、关掉10家分公司的方式增加公司的收益率。美国金属产品公司从公司利益角度考虑，与一友好合作伙伴缔结了协议，但是其CEO和管理层无疑向董事会施压，令董事会抛开了大家一致认为有利于股东的方案，选择了看起来似乎并不利于员工的方案。

判断公司利益导向的最好的方法是调查公司董事处理主要工作的方式。关注这些工作，看看哪些董事做得最好。

## 向CEO致敬

CEO在管理层定下了基调。在投资人对CEO做出评价、决定是否把资产投资于该公司时，应该重点关注CEO的既往表现，如对报酬、收购和资金分配等方面的管理情况。应该尤其注意选择一个具有独特价值创造能力的CEO。沃伦·巴菲特特别提到衡量CEO能力的标准并不全面，也很难把握，因此和评价员工相比，对CEO的评价要难得多。在理论上，除了公司的董事会以外，CEO别无上级。因为缺少计量标准，同时在往来会议中，CEO和董事的关系越来越融洽，不再是监督与被监督的关系，董事会很难公正地实施绩效考核。

关键是要保持监督的态度。董事可以很容易地辞掉表现异常不好的经



理人，但却很难处理一位表现平庸者。征募顶尖人才、列出继任者名单是董事会的重要职能。这一职能的重要性常常被忽视，在前任CEO离任后，董事会常会让公司的二把手接任（2/3的公司会这样）。这意味着许多董事会无法评估变化了的组织需要和公司一二把手个人才能的差异。

有时，董事会会放弃选择CEO的责任，允许现任CEO亲自挑选接班人。然而，在选举继任者上，即使是最出色的CEO也比不上董事会。结果是新CEO常常任期未满就不得不匆匆卸任。

董事仍然要避开CEO，定期评价其业绩，评价CEO的业绩比看起来要难得多。既要评定短期的成效，又要评定潜在的长期成效。如果只考虑短期成效的话，许多管理决策的制定就要简单得多，特别是关于那些产业竞争力不强的公司的管理决策。

再一次回顾艾尔·邓拉普意图挽救经营不善的光线公司的雄心勃勃却注定失败的计划。在其身后的大规模的财务丑闻也显示出其固有的愚昧。一旦证明邓拉普是一名糟糕的经理人，光线公司很容易抛弃他。

## 薪酬

很多迹象表明，美国公司高管薪酬与公司业绩呈正相关关系。还有迹象表明，公司的业绩还与以股票支付的总的薪酬呈正相关关系。

即使是这样，一些高管的薪酬根据其业绩来看也明显要高得多。因

此，投资人应该密切关注高管的薪酬。

## 薪酬水平

这并不是说要设立一些管理规则，根据公司职工最低收入的一定比例限制高管的薪酬。实际上，Ben & Jerry's公司在早期的经营中曾经尝试这种方法，公司创始人和高管的薪酬限为员工最低收入的7倍。但是，随着公司的发展壮大，创始人因为难以支撑如此大规模的公司管理而不得不招募顶尖的人才，这样，所招聘人才的薪酬要远远高于限制薪酬。

如果早期的Ben & Jerry's公司的政策显示出判断失误的话，后期需支付的薪酬则更为糟糕。例如，美国网络联盟的CEO（McAfee防病毒程序的所有人）在McAfee网站首次公开招股前从中获取700万美元，即使是在美国网络联盟经营不善，而McAfee也在赔钱的情况下。

克莱斯勒与戴姆勒奔驰兼并的主要问题就是两家公司高管薪酬以及员工最高收入与最低收入的比例都有极大的差异。例如，在1997年，克莱斯勒董事会主席罗伯特·伊顿的年薪为1 000万美元，超出员工平均工资的200倍，相当于戴姆勒奔驰公司管理董事会全体10位成员年薪的总和。戴姆勒奔驰董事会主席约尔根·施伦普的薪酬为伊顿的1/10，是戴姆勒奔驰公司普通员工工资的20倍。

因此，兼并中的一个主要问题是合并后公司应该采纳的薪酬结构。施伦普指出，现存的薪酬差异反映了文化差异，特别是德国更主张人人平等的公司文化，这一点可以由其监事会中的劳工代表得以证明。他预测说，

使高薪酬为社会所接受的唯一办法是使之与业绩密切相连；另外，美国模式应该更为适合戴姆勒奔驰公司以及其他的跨国公司。

施伦普的表述反映了美国公司的论调。鉴于德、美公司之间管理的其他差异要比人们普遍认为的小得多，你必须要考虑一下这是否是施伦普在提到戴姆勒奔驰创造了第一家带有北美文化特色的德国公司时要表达的主要问题。当施伦普随后在戴姆勒—克莱斯勒2000年4月的股东会议上提出美国方式的经营者期权时，所有疑虑都消失殆尽，当然，他的做法遭到了德国股东的强烈抵制。

## 认股权

10年前，公司治理专家敦促董事会更多地以股票而非现金的形式支付给经理人薪酬，以此促进经理人与股东之间利益的一致性。这样做产生了巨大的反响。

管理者的薪酬越来越多，但并不是以股票的形式而是价值远远超过现金的认股权。报酬型认股权的激增成为公司治理史上最有争议的话题之一。

有人说在美国认股权的广泛使用反映了这一一致性目标在美国的重要性，而欧洲和其他地区不强调或很少强调此目标，因此对期权股票的应用相对不多。无论如何，一致性之说难以实现，它更多的是代表了公司调整与股东利益冲突的管理者薪酬方案的尝试（还有同劳工利益的冲突）。

## 认股权神话

没有任何证据显示在美国流行的高管薪酬结构反映了经理人与股东之间利益的一致性。相反，大量证据表明美国薪酬结构相当随意。

许多公司给予经理人认股权，其价值的增加只是通过存留收益，而不是通过资金调度得当带来的公司业绩的增加。通过对纯利润的保留及再投资，经理人不必努力提高真正的资本回报就可报告年收益增加。

巴菲特指出：你坐在摇椅上也能轻松达到这样的成绩，好比只要把你存在银行户头里的钱加倍，就可以赚到加倍的利息，没有人会对这样的成果报以掌声。

到那时候，认股权会攫取公司和股东的财富，并把战利品拨给认股权人。事实上，一旦授予，认股权是无条件、不可改变的，可以无须考虑受让人个人业绩就可为其带来收益。

即使认股权鼓励受让人想股东之所想，但是他们却不会像股东那样承担同样的下跌风险。如果公司经营业绩提高，股票价格上涨超出行权价格的话，受让人则可行使其认购权，与股东一起分享价格的上涨。如果经营业绩不尽如人意，股票价格在行使权价格以下的话，受让人将不行使认购权。股东会因为公司经营业绩不佳遭受损失，但是认购权持有人却不会。

认股权也会加剧公司认股权持有人（通常为高级主管）与其他员工的利益分歧，它极大地增加了高薪主管和普通员工薪酬上的差异，其比例在

美国要远高于欧洲和其他地区。因此，当使用认股权的时候，应将其普及到全公司的范围——像通用电气公司那样——而不是仅限于公司的高层管理者。

## 认股权成本

对于持报酬型认股权的股东来说，直接成本为股权的稀释。一般来说，管理者对此的回应是购回流通股。这样做的麻烦是占用了可能带来更多利润的公司基金。

间接成本是未要求在损益表上记下员工认股权的会计准则。它会转化成每股盈利，夸大公司的实际盈利，甚至连稀释的每股收益也无法反映这些成本。

为此，你必须调整盈利数字。然而，这样做并不容易，因为财务报表上的信息并不都是必要的。你需要仔细检查附注中倒挂的情况、行使认购权时的出资比例。目前，这一比例已从几年前的不足10%猛增到近15%。

尽管附注中略有涉及，但是认股权的实际成本仍没有直接呈现出来。真正的成本等于行使认购权时的价格减去高管支付的行使价格。这是最为真实的测量方法，公司常会以当时的实际价格而不是期权价格将期权卖给他人。

高管的认股权价值相当高，平均为标准普尔500股价指数年收益的5%，有时候达到了公司报告盈利的一半，包括雅虎、宝丽来和奔迈。如果

认购权价值记录下来，一些大公司1999年的收益将大大降低：思科公司，24%；微软12%；IBM，8%；甲骨文公司，16%。这并不夸张但依然令人震惊。越来越多的公司将期限延至10年和15年。

这些成本效应延续数年，取决于认股权的期限。在许多公司，认股权期限可持续5年。

### 问责制

法律规则对警局高管的薪酬束手无策。美国法院的普遍立场是以废弃的标准评价薪酬，这一标准无碍于公司决定，其对待公司资产的方式就像将一车又一车的现金倒入哈得逊河中一样。在高管薪酬方面，美国法院更偏袒于公司的管理者。

至于证券信息披露法律，美国证券交易委员会要求在比较绩效图表中披露高管薪酬。然而，公司继续构建高管薪酬方案以免出现在损益表底线。例如，在会计准则制定者规定如之前发布的权证的行权价格降低时，则需在损益表记录下来，许多公司因此选择延长认购权期限。

没有有效的法律和会计准则，监管高层薪酬的主要任务就交由公司董事会来完成。董事会成员必须坚持高管的薪酬视个人对公司业绩做出的贡献而定。用公司的收益率来衡量高管的业绩是最终的准绳，因为这样既考虑了股东也考虑了员工的利益。当衡量业绩的时候，公司应该避免考虑资本投资于相关经营带来的盈余和公司的累积盈余。

## 告诫

在沃伦·巴菲特与我们分享关于薪资酬劳配套措施方面的评价的同时，他很细心地写下如下告诫：“一些我极其敬仰的经理人——他们的经营记录要远远好过我的——在固定价格的期权方面，并不赞同我的观点。他们已经建立起有效的公司文化，固定价格的期权成为有助于他们的工具。在他们的领导和示范下、在期权的激励之下，这些经理人已经教会公司的同事们想股东之所想。这种风格不多见，若有，我们必须小心地加以护，即使这样的做法会破坏公平性与效率。”

投资人应该寻找能够率先监控认股权报酬的董事会，但是这样的董事会少之又少。

## 交易

聪明的投资人以及可靠的董事会必须避免随意的薪资酬劳配套措施，还要避免轻率的收购政策和防御战术的不良后果。

### 攻击性收购

攻击性收购兼并战略要求董事会倍加仔细，因为即使对于最出色的高管来说，其个人利益也很有可能与股东利益冲突。CEO在收购中可以扩展其管辖范围，采取更多举措，收获大量心理利益。以此为驱动的收购是以牺牲股东利益为代价的。

大多数的收购不会增加商业价值。1999年从对全球会计公司毕马威会计师事务所的研究得出结论：“83%的公司兼并（在1996~1998年间，全球兼并花费已逾万亿美元）并不能给股东带来任何收益，甚至更令人震惊的是，一半以上的兼并损害了股东的利益。”在采访了兼并案涉及的经理人们之后，这项研究还发现，只有不足一半的公司在兼并后审查兼并带来的利益增减！

大多数收购都会在收购已经开始、CEO已经投入大量资金的时候才会请董事会加入讨论，由此可见收购存在着管理的问题。在CEO已投入大量资金之后驳回收购案实际上是对将方案呈送给董事会的CEO的否决。当执意收购的CEO听到不好的信息时，管理问题就会变得尤为严重。大量愚蠢的收购会扼杀董事会良好的判断力。

上述问题使之很难形成一个能够缓和董事会压力的管理机制。涉及个人的问题很难解决，就像巴菲特提出的另一个问题一样：“尽管收购会在实践中以失败收场，但在设想阶段却从不会失利——如果CEO对某项收购志在必得的话，其下属和顾问就会为其提供必要的合理化价格方案。”

例如，美泰公司在玩具的设计、生产和销售上全球领先。1999年5月，美泰公司买下个人计算机教育软件制造商乐宁公司。美泰公司使用其股票（当时为每股26美元，比前一年每股40美元的平均交易价已下跌了很多），以38亿美元的收购价买下乐宁。美泰公司主席吉尔·巴拉德在1999年7月宣布，乐宁公司收入和利润的极大增长对美泰公司的整体运营做出积极的贡献，而这就是“此次收购兼并对美泰公司来说有着极为重要的意义的原



因之一。”

巴拉德并没有说明计算机软件制造是如何与美泰公司的传统产品——如芭比娃娃、费雪牌玩具和风火轮——相联系的。但是就在3个月后的1999年10月，美泰公司宣布乐宁公司财务收入下降，其赔本的原因之一是顾客的产品退货高于预期以及坏账的注销。乐宁并没有如巴拉德预计的那样获得5 000万美元的收益，相反损失了1亿美元，美泰的股票跌到每股11美元。许多事后诸葛亮的分析师汇报说，乐宁公司的这些问题早就存在，美泰公司应该在收购之前就发现，并重新考虑收购的问题。

这些分析师认为美泰公司符合对收购失败的公司的所有描述。如果主营业务销售下降，公司却对产品、营销和配送的改进无能为力的话，一个冲动的做法就是通过收购兼并的公司带来业务的增长。美泰公司的销售额在收购乐宁公司之前就已经下降，鉴于此，乐宁公司的销售额也有了下降（美泰董事会在2000年年初辞掉了巴拉德，给了她一笔高昂的离职金后，由美国卡夫公司CEO罗伯特·埃克特接任）。

比较一下美泰公司的案例和迪士尼公司使用的政策。迪士尼的理念是只以合适的价格收购当前管理层完全了解的相关领域或互补领域的公司。在其最重要的收购中，资本城市/美国广播公司刚好符合要求。迪士尼公司主席迈克尔·艾斯纳曾在1966~1976年间供职于该公司，看着它从名不见经传的小公司成长为在各方面都独占鳌头的大公司。

在资本城市于1986年买下美国广播公司之后，汤姆·墨菲和丹·博克使其

迅速发展，与迪士尼合并的意义更是非比寻常。沃尔特·迪士尼本人也很喜欢美国广播公司。别忘了，美国广播公司在1955年曾经资助过迪士尼乐园，在他开始创建今天我们看到的迪士尼奇妙世界时，将美国广播公司带到了好莱坞。迪士尼互联网从美国广播公司网、美国有线体育电视网和大量其他的网络资源中得到很多发展业务的机会，获益良多。

## 防御措施

与攻击性收购策略相对的是收购防御。诸如毒丸的反收购计划可以阻止公司收购，防止解除现任董事职务，保护管理方面的决策（有美国金属产品公司反联信公司收购案为证）。如果一些或者是大部分股东认为收购可以服务于公司利益和股东的最佳利益，收购方愿意付超出现行的市场价格或超出公司普通股内在价值的金额的话，反收购策略就会对股东不利。

迪士尼的收购理念也适用于被收购方。在20世纪80年代初有收购者想要购得迪士尼公司，但是罗伊·迪士尼不会让这种情况发生。他保护了迪士尼这个伟大的美式建制，促进了其主要业务的发展。例如，由罗伊负责的迪士尼动画以新的形象示人，制造出大批好评如潮的电影。在此期间，迪士尼采用了最佳的反收购策略，也就是特别业务（关于迪士尼更多的信息详见下一章）。

不可否认，也存在一些不恰当的、公司和利益相关者不感兴趣的恶意收购。而现任的经理人面对不需要的收购时，自然会抵制购并公司的收购——无论他们的抵制服务于公司的利益与否。毕竟，在大多数的情况下，他

们的工作是有风险的。

对美国公司——也许对越来越多的各国公司——来说，收购会给未到期的认股权带来风险。面对这样的可能性，经理人可以使用抵制较低出价的机制来反抗出价过高，因此他们可以使用只用来制止不利于股东的出价的毒丸计划来阻止有益于股东的出价。

在这种情况下，董事会必须意识到CEO和其带领的团队正受到围攻，就像董事会会在质疑其推荐的攻击性收购时所遭遇到的那样。

在这两种情况下，经理人会采取一种使得其无法认真思考怎样做才能服务于股东的利益的心态。无论是在收购中还是在反收购中，都没有一种明确的机制确保董事会应对得当，但是如果董事会希望做出有效应对的话，他们至少要在心理上意识到正发生的问题。对于投资人来说，关键是找到具有此种能力的董事。

## 资金

一个拥有大量闲置现金的公司可以将之用于如下四个方面：进行再投资、从市场上买回公司的股份、将现金以红利的形式发给股东、如上文所述收购别的公司。除了一些正式的、可操控的限制外，美国法律在包含宣派、分发红利以及决定购回股份与否等选择上给予董事会极大的自由裁量权。公司的章程上很少限制分发红利，但是有时公司的贷款和信贷协议会做出相关规定。

大多数美国公司董事会的策略是发放定期的季度现金股利，其数额保持稳定或稳步上升。而现实是公司的基本业绩并不是一直这样平稳的，因而这种模式与现实相抵。收入几乎总是不定的（即使并不像一般的股票价格那样大起大落）。

红利的数额远远超过其应有值。鉴于红利政策在资金分配决策中的重要性，一些董事会给出的解释其红利政策的常见原因，如表明信心和显示可靠性，奇怪又不真诚。

我们应该信任巴菲特提出的理想的使用更严格的方法制定红利政策的董事会。下面的方法区分了限制性收益和非限制性收益。限制性收益是指为了使公司保持其竞争地位而必须用于再投资的收益。非限制性收益是指那些暂时留存下来，在机会来临的时候，利用它们为股东创造更多的市场价值或在无获利可能的时候被转出的收益。16微软严格遵循了此项政策，没有再发放红利，并从再投资的资金中获取大量的回报。

只有当留存资金创造出至少等值于给予股东的回报的增值收入时，才可证实留存资金的利用是值得的。那些能够以此方式将资金进行再投资的公司不应发放红利，董事会应该忽视这一政策发出的消极信号，比如说缺乏自信和可依赖性（尽管他们应该关注由此产生的带给股东的税收优惠）。

一个公司处理市价低于实值的股票的最聪明的办法是将其买回。显然，如果一只股票的市价为其实值的一半，该公司可以用1美元的现金购买

到2美元的价值。你很少能找到比这更好的资金用途。股票回购通常会给予股东少量的税收优惠。普通股的分红同普通所得一样以高达39.6%的比例纳税，而对于持有一年以上的股票回购带来的收入可被视为资本收益，以不足20%的比例纳税。

股票回购并不总像看上去的那样。它减少了公司已发行股票的数量，从而增加了每股盈利。结果常常是投资人误以为回购是表明公司股价被低估的管理信号，从而购买更多的股票，抬高了股票的价格。然而，回购计划通常与通过行使认股权抵消股份的股票发行计划类似。归根结底，股票价格的上涨意味着该股票认股权价值的增加。当回购计划和股票发行计划同时启动时，你应该对管理层的举动做出更清醒的判断。

这种效应很可能使管理者（手中有许多认股权）坚持回购，尽管回购并不是分配公司资本的最佳办法。认股权确实鼓励了通过借钱来进行推动每股收益和股权收益的股票回购。这样做带来了重大的风险，因为在危机中，较小的股本基数能将公司进一步推向破产，严重地损害了股东的利益（以及其他利益相关者的利益）。

与股票回购偶尔带来的收益相比，人们更多的是看到拆股所带来的危害。拆股有三个结果，但是没有一个是有利于股东的。它通过推动股票周转增加了交易成本；吸引了目光短浅的、一味从市场出发、过度关注股票市值的股东；作为前两者的结果，导致价格大大偏离了其内在的商业价值。

没有平衡收益，拆股是无稽之谈。然而，大多数公司包括通用电气、微软以及网络零售商亚马逊都选择这样做。伯克希尔·哈撒韦是少数的没有这样做的公司。自从在1997年中期公开上市之后，网络零售商亚马逊从1998年6月至1999年9月三次拆股。通用电气在101年的历史中只拆股9次，但其中有三次发生在20世纪90年代的后6年。

拆股唯一值得赞扬的就是它减少了每股股票的价格，并因此使更多的投资人能够参与其中。如果历史上的美国公司不曾拆股的话，那么一些最好的公司的股票价格将为每股上万美元（就如伯克希尔·哈撒韦公司那样）。这样的价格让许多投资人无法承受。然而，这样的说法并不能说明高频率拆股（股票价格降低几百美元，是所有的投资人都能够负担得起的数额）的原因。

## 审核

第10章谈到，要想使会计信息有价值，用户必须对其真实性充满信心。危及到真实性的因素很难应对：企业创新、发展、复杂性，还有不可避免的在财务报告中创造出大量管理自主权的会计准则的形式性。财务报告的真实性通过能够限制自由裁量权的内在的控制体系和外在的审核认证得以提升。然而，要想使这些机制生效，董事会必须确保内在的控制体系和外在的审核起作用。

财务报告内部监控用于确保交易的实施符合管理政策并正确地记载在

会计记录中（并确保资产的配置符合管理政策）。内部监控途径有很多，可以是每日记载并定期由他人检查的流水账，可以是用于检查折旧处理的程序，还可以是对风险管理政策的表述和审查。其中一些方法是联邦证券法要求的条件。

在公司内部，董事会和经理人都拥有解释、实施和评价企业的内部监控。然而，作为一个常识问题及政策问题，内部监控主要的和最终的责任原则上在于董事会。董事会有相对信息优势，比起经理人能更积极地管制管理机会主义。这种责任需要监督内部监控系统的设计并支持该系统的管理。

要求外部审计人员通过对公司财务报表做年度审计检验内部监控，证实了内部监控对于财务报告真实的重要性。这种审查建立在财务报表的全面检查和基本的日常记录以及定期总结的基础之上，其目的是能够客观地证实财务报表的可信度和关联性。

审计是为财务报表增加可信度的监督机制。而要想这种可信度真正有意义，审计人员必须与董事会密切合作，审计人员和董事必须勤奋、独立，保持清醒的头脑。董事会及其审计委员会需面对几项挑战。

首先，由独立的公司进行的审计不可以改变由公司管理层准备财务报表的事实，并应对其负责。审计就是对报表的审查。审计不包括财务报表覆盖时间段内公司的每一笔财务交易，这对任何一位审计人员来说都是不可能的，对审计委员会来说尤其如此。在特定的财务期间，通常为一年，

公司会发生大量的财务交易。审查实际上是建立在抽查的基础之上的，它只需检查、核实某段时间内公司发生的成百上千的各种交易中的样本即可。

其次，关于造假的审核，审查人员和审查委员会都不能将之彻底根除。这种情况的主要原因是审计不可能检查审核公司从事的每一项交易或者管理层参与的每一项交易。

再次，根据审计行业专业责任准则要求，审计人员应该独立于公司；根据美国证券交易委员会批注的股票交易规则，审计委员会的成员也必须独立于公司。缺乏公正、公平的专业性判断的审计不能促进财务报告的诚实性，充其量只是另一种内部监控系统。

如果审计带有引发过度依赖的独立认证的假象，就会造成危害。此外，由于有效的独立审计包括考察内部监控系统，因此，抽象的、潜在的偏颇审计损害了内部监控系统的诚实性。

审计公司的独立性是一个热门话题。大型的全球审计公司的业务已经超过了传统的审计功能，涵盖了咨询和其他业务。这些公司合并、改组、被其他公司收购，其客户和业务演化为更复杂的、技术上更先进的跨国经营。

美国证券交易委员会建立了独立审计准则委员会(ISB)用以解决审计师独立性问题，<sup>17</sup>但是解决审计师独立性问题仍为董事会的主要职责，审计委员会的主要职责是确保独立的财务审查。这些主管部门需保持勤奋而警



觉的头脑，能够严格评价公司内部监控体系和被报告账户的监测。

审计委员会需要独立的董事，但是根据新的股票交易规则，在会计和审计中，独立性并没有专门技能重要。这是关键的一步（但是这样做还远远不够），它确保——根据传统的证券交易委员会标准——“洞悉各种相关事实和各种情况的理性的投资人相信审计师与审计客户既无共同利益也无利益冲突，审计师在工作范围内能够始终保证客观又公正的判断力。”

只有在这个时候，财务报表才值得做出分析。审计工作要求董事会的监督和领导。能够始终恪尽职责的董事会值得信赖。反之，则应该受到惩罚——他们应该早在外界审计师为其拉响警报前就受到惩罚；在1999年年末，Rite-Aid公司的股东懊恼地发现，其外部审计师宣称无法再相信公司的管理者，因而退出了审计业务约定。

尽管审计师、审计委员会和董事会承担着重要的工作，但是还有一个对于投资人来说至关重要的人——CEO。巴菲特说：

“盈余”这个名词有一个明确的定义，而当盈余数字再加上审计师无保留意见的背书后，天真的投资人可能就会以为它像圆周率一样经过计算，达到小数点后几十位数字般精确。

然而事实上，当公司盈余数字是由骗徒所主导时，盈余可能像油灰一样的脆弱，当然到最后真相一定会大白，但与此同时一大笔财富可能已经换手。确实，许多美国财富传奇就是这种会计数字假象所创造出来的。

比找到出色的董事更重要的是避开“庸医”，因此让我们尽力远离招摇撞骗的人。

## 第14章 炉火边的CEO

投资界的传奇人物菲尔·费雪将其投资的方法描述为要求公司管理者进行勤奋的调查。他就经理人的情况大胆地采访了公司的客户、供应商和员工，并与公司管理者进行了直接对话。今天，费雪的方法为创业投资家所推崇，但是大多数的普通投资人因无法约出或拜访上述人士，故对此方法望而却步。

不过，可以合理地使用一些替代方法。你可以旁听多数公司每季度由CEO主持的投资人电话会议（拨入号码可以从公司和多数经纪公司得到）。你也可以参加公司举办的定期的“户外商业展示”，尤其当CEO出席（尽管情况并非总是这样）时，更是值得一去。你还可以参加年度会议，纵观公司高层。如此种种往往可从网络广播获得消息。

你也可以阅读许多由公司或者CEO个人执笔的关于CEO的情况介绍。为了更好地了解CEO的性格和其商业导向，重点应该阅读CEO每年致股东的信。这些信大多为公共关系文件——由人代笔、风格程式化、充满溢美之词。没有人会被这种消息所迷惑，但是在印有许多照片和图表的营销杂志上，常有那么几篇CEO写的信，这些信很值得一读。

## 大师级经理人

创业投资家最为看重的经理人的七个基本特征是：诚实、成就、活

力、智慧、见地、领导才能和创造力。上述哪一项是最重要的呢？

显然，你不会把资产交付给一个高明的骗子或是值得信赖的傻瓜。超常的智商和巧妙的方法当然重要，但是你选择的CEO无须在这些方面位居世界前10%。

你也许很想走小弗雷德·施韦德的路线，他在其经典著作《客户的游艇在哪里》中曾开玩笑说，比起诚实的笨蛋他更喜欢聪明的罪犯，因为带着法院的书面令状和警察，可以搜查小偷，但是从傻瓜那里唯一能得到的就是毫无用处的道歉。请不要这样做。

巴菲特一再强调CEO的一个基本特征就是正直。这意味着CEO应优先考虑你的利益，应该坚持巴菲特谓之的以公司所有人利益为导向。在CEO的信件中会流露出其所坚持的利益导向。巴菲特在写给伯克希尔·哈撒韦公司股东每年的信中曾经谈到为自己划定的规则：“假设今天的位置对调，我们希望你应该告知我们所有事实，这是我们应该给你的……因为一个对外欺骗别人的CEO最后一定会把自己也给骗了。”在评价一位CEO是否值得信赖时，请使用这一准则。

所有人都知道巴菲特是一位极其成功的投资人，但并不是所有人都知道，他还是一位极其成功的、以公司所有人利益为导向的经理人。在这一点上，巴菲特之于公司管理正如泰德·威廉姆斯之于棒球。两人在各自的领域成就斐然，泰德打了近400个安打，巴菲特不断地向伯克希尔·哈撒韦公司清晰坦诚地汇报他的成功与失误（其经验已编译成书《巴菲特致股东的

信——股份公司教程》）。

在无与伦比的巴菲特的身后还有许多追随者，对他们来说，阅读CEO信函是一项很有价值也很有意思的投资演习。本章要谈谈三位CEO的信函带给我们的启示——他们显示的不仅仅是诚实这一基本特征，还有不同程度的成就、活力、智慧、见地、领导才能和创造力。

## 行动

几乎没有哪位CEO给美国公司的影响能够像通用电气的杰克·韦尔奇一样。自从1979年在通用电气任职以来，韦尔奇就重新定义了商业管理的主要方面。在其影响广泛的致通用电气股东的年度信函中，韦尔奇清楚地说明了一套有创造力的核心经营要素，解释了怎样利用这些经营要素创建一个能够以小公司常有的急切和热情，充分利用公司的各种资源，努力树立最佳管理实务典范的新型公司。

通用电气是世界最大的公司之一。韦尔奇把它从分布零散的350家制造厂和主要的产品线改造为所谓的“综合性、多元化公司”。韦尔奇认定只有当每一个制造厂都可以在其特定的市场中名列一二，通用电气公司才会从其多样性中获得成功。通过“定位、销售或关门”的政策，韦尔奇引导通用电气公司在许多经营业务上占据了领先地位。公司不断地寻找有效的办法提高工作效率、实现更高的工作目标，共同的渴望所凝聚的文化将这些零散的制造厂合并成一个大的公司。

通用电气公司的股东从这种无边界公司文化和整合性多元化中获益良多，在韦尔奇任职期间，公司的净资产年均回报率超过24%。数十万通用电气员工也从革新的管理系统中获得收益，他们可以获得内部奖励，还能够得到公司的认可和赏识，因此更积极地投入到工作中去。许多人从通用电气走出来后继续领导着其他公司，如联信公司前CEO、和韦尔奇合作撰写许多信函的拉里·博西迪。

通用电气公司创造或采用的想法为其他公司和管理者所称颂。通用电气将无边界管理贯彻得十分彻底，并与世界分享了它的理念。韦尔奇指出，通用电气的一个基本准则是将资源配置视为一个动态的过程：“有时，公司会从美元、理念和人才的净进口中获得收益；而有时，会为了公司整体利益要求以上要素的净出口。”

在韦尔奇在职期间，通用电气公司收获的荣誉无数。在1998年和1999年，《财富》杂志将通用电气誉为“美国最受尊敬的公司”；同年，《金融时报》称之为“世界最受尊敬的公司”。《时代》杂志高度赞誉该公司，将其称为“世纪公司”。1999年《商业周刊》调查称，通用电气公司拥有最好的股东。1999年，韦尔奇在致股东信函中提到，托马斯·爱迪生也会为他100年前创建的公司感到高兴。

韦尔奇的信函中不仅仅包含有关通用电气独特文化发展的第一手资料，还反映了韦尔奇的想象力、活力和宽广的视野。这些信函具体说明了渗透于通用电气文化中的价值观、如何实现这些价值观、由之产生的成果、使上述一切变为可能的领导才能——创造精明的投资人和智慧的经理人

的伟大源泉。

### 核心的经营要素

韦尔奇期望建立无边界公司，将公司分成几部分的人工筑成的墙壁终将被摧毁。整个企业是一个团队，责任由大家共同承担。无边界文化中不会再有诸如“不关这个部门的事”（逃避责任的常用方式）这样的借口。在这种文化中，韦尔奇创建了“一个巨大的实验室，其主要产品是新的想法”。一处想出的点子可以为他处所用。

外部边界也在这种公司文化中轰然倒塌。员工通过自愿的工作融入公司更广泛的活动中去，公司参与到拓展的操作计划中去。知晓如何才能更好地服务于顾客、共同投资人、经销商等，通用电气吸引了公司的利益相关者。通用电气既强调向公司内部学习，又强调向公司外部包括向供应商和竞争对手学习。

边界阻碍了公司的发展，扼杀了创造力，使公司的运营变得复杂。打破边界使通用电气公司能够在韦尔奇其他三个核心的经营要素：快速、突破极限和简单化的引领之下蓬勃发展。

速度因管理上的变化而得到提升。团队合作加快了速度，大大提高了全公司上下的业绩。例如，通过缩短从订货到汇款的循环，速度的提升增加了库存周转次数。对于如通用电气这样规模的公司来说，库存周转次数的改善可以带来10亿美元用于投资的现金。

提高速度带来的“乐趣和兴奋”有助于极限的突破，也就是设立超凡的目标。比如，如果你认为在下一个循环库存周转次数可以增加一个百分点的话，那么就将目标定为两个百分点。无边界文化是实现极限目标的关键，因为它强调了公司绩效是由“实现‘不可能的目标’的努力程度”来衡量的。

突破极限改变了公司中很多传统的实践和激励机制。在许多公司，经理人设定目标，是否能够完成目标是评价其业绩的标准。公司鼓励他们设定适度的目标。在突破极限背景下，鼓励经理人设定极其宏伟的目标，然后对比其目标设定前后表现对其做出评价。简而言之，“公司的绩效应以公司经营最终情况而定——它是否求变、如何求变——而不是依照一些‘计划’或者早在一年前就商定好的内部数字”。

提高速度还有突破极限与无边界环境的最后一个核心的经营要素——简单化——相得益彰。无论是在企业组织结构图中、沟通中，还是在目标设定中，复杂化都会阻碍速度的提升，以及极限目标的突破。复杂化与无边界文化格格不入。简单化培养了自信心，员工可以设定直接计划、坦率地发言、确定“远大而清楚的目标”。源自简单化的清晰明了还有另外一个优点：有助于速度的提高。如韦尔奇所说：“简单的信息会传播得更快，简单的设计会更早地走向市场，消除杂念才会更快地做出决定。”

## 实施

通用电气通过实施核心的经营要素：快速、突破极限和简单来获取丰



硕的果实。成功的关键是整合性多元化的理念。

对于通用电气公司来说，实现整合性多元化需要两个必要的步骤。其一，仅保留在各自市场名列一二的部门。每一个企业都需要凭借自己的力量变得强大。企业聚集会产生“竞争优势临界值”。利用竞争优势需要精简公司管理结构，为此，韦尔奇削减了公司先前臃肿机构中的多余管理人员。精简机构提高了生产率，各部门的合力远比庞大的数量更有意义。

通过一项名为“群策群力”的策略，韦尔奇寻求并获得了公司每位员工（还有一些公司外部的人）对公司的投入。早在克林顿在美国政界再次宣传社民会议（town meeting）概念之前，通用电气公司就已从有此特定问题的部门获取了意见并付诸实践。这种方式不仅最有可能找到最佳的解决办法，还通过参与建立自信心，通过消除阻碍了提高速度和突破极限的因素（如狭隘主义）保持安全和稳定。

在无边界文化中除了上述实践以外，韦尔奇还教导繁荣的企业要选好领导人。他定义了四种管理者。前两种很容易：第一种既能实现经营目标又能认同公司价值观（而且一直如此）；第二种既不能实现经营目标又背离了公司价值观。第三种是没有实现经营目标但恪守公司价值观。第四种最为狡猾：能够实现短期的经营目标但反对通用公司的价值观。这样的管理者非但没有遵循公司无边界价值观、激励激活员工朝更高的创造力和生产率努力，反而控制、压制、威胁、榨取员工。为了解决第四种情况，韦尔奇在评价管理者时比起实现短期的经营目标来看，更强调公司的价值观，故而这类管理者不会在通用电气出现。

通过加强无边界和提高速度/突破极限的文化，奖励和表彰体系将管理素质与公司的价值观紧紧联系在一起。韦尔奇在职期间，通用电气公司有资格获得认股权的员工从400人增至近30 000人。在公司大型会议上发言并不是因为职位等级高，而是因为“他们知道的可以被分享、借鉴以及扩展”。

最后，通用电气的“360度评估反馈”不仅通过上司，还要通过下属和并肩工作的员工来评价管理者。这一评估方式使公司的领导人注重“寻找并奖励确有能力使公司中所有人不断寻求新想法的人”。

### 文化的果实

通过整合性多元化理念和群策群力的策略，核心经营要素实施的具体结果产生于克罗顿维尔企业管理学院和公司车间。其中最佳的做法为世界各国竞相效仿，成为了韦尔奇的通用电气的特征。克罗顿维尔企业管理学院是管理思想和商业思想产生的源泉，在几十年间创造出许多伟大的思想，并将之与通用电气和全世界的商务人士分享。

韦尔奇特别提到“群策群力的智力支撑是员工参与、信任、激励自主——这些只不过是老生常谈”。然而他进一步说，通用电气的“差别就在于公司上下每天都恪守着这样的信念”。通用电气把这些观念化为实现战斗胜利的竞争武器，而不仅仅将之“刻在咖啡杯或T恤上”。

根据韦尔奇的描述，克罗顿维尔企业管理学院融合了“对学术的渴求和

小型的、迫切发展的公司的行动环境”。通用电气思想文化如此繁荣的原因是其有一套思维模式，这套思维模式与被称为“高速列车思维”（bullet-train thinking）的提高速度、突破极限的核心经营要素紧密联系。“高速列车思维”的说法由横河电机公司CEO提出，意为如果你想要火车的速度每小时增加10公里的话，加大马力；如果你想要翻倍的话，请打破常规的想法，设定更宏伟的目标。

互相学习的文化下的公司往往最终建立了其他的机制，加强了核心经营要素。考虑一下通用电气信奉的、依然显示着提高速度及突破极限的信念的两个重要思想。第一是韦尔奇说的同屋办公制度（co-location），这是“最终的无边界行为”。它意味着推倒壁垒，在一个房间进行各种公司业务。所有的项目参与方都要同时参与，包括设计阶段，包括生产人员、营销人员以及供应商和顾客。第二是快速反应战略（quick response），它可以缩短周期、清除职能部门间的障碍。同屋办公制度大大减少了平均库存，相应增加了库存周转次数。

互相学习的文化有助于实施核心经营要素。需求流动技术（demandflow technology）由通用电气的客户美国标准公司提出，其目的是迅速增加库存周转次数，朝通用电气的目标努力。快速市场智能（quick market in-telligence, QMI）是沃尔玛运行机制的一种方法，在该机制的作用下每周都可以得到顾客的反馈，它要求充分利用创造性思维和跨功能型团队，为成本降低扫清障碍。

六西格玛质量标准也许是韦尔奇在通用电气公司倡导的最著名的理念

了。它意味着“消除每一件产品的缺陷，使通用电气每天在全世界的生产、交易零缺陷”。这并不是口号，而是一种测量标准：它意味着“在每百万个生产环节或服务流程中，缺陷要少于3.4”。韦尔奇报告说，美国公司牺牲了10%~15%的企业收入，平均值为3或4个西格玛，这几乎是完美品质。

在被创造性地称为黑带大师、黑带、绿带的质量专家的引导下，六西格玛管理详细剖析每一个环节，改善公司主要关注点，如提高客户生产力、减少客户资本支出，提高通用电气公司的“质量、速度和效率”。

1995年发起的六西格玛质量标准像“野火”一般蔓延了通用电气公司，通用电气为之投入上亿美元，并因此获得极大的回报。例如，1997年六西格玛给公司的营业收入增加了30亿美元，1998年增加了75亿美元，1999年增加约20亿美元，影响还在继续。通用电气从前的利润率约为10%，但是在六西格玛的作用下，利润率升到15%~17%，甚至更高。

这实现了韦尔奇长久以来的梦想：建立一种新型的公司，既似大公司般有丰富的资源，又如小公司般有永不满足的胃口。韦尔奇否认通用电气是联合大公司，其模式与之截然不同，只要求公司秉承精力、活力和创造力，在商界中名列一二，在经营中创造思路，并将其向别处推广。

群策群力和无边界推进了六西格玛，创造了互相学习的文化。由此，通用电气公司比其他同规模的公司更迅速地进入电子商务，发展得也更深更广。通用电气从电子商务中获得数十亿美元的收入，但是韦尔奇特别提出，因此带来的变革的意义要更深远。

在提到为何网络革命始于小型公司而不是像通用电气这样的资源丰富的大公司时，韦尔奇推测这是一个未解之谜。无论如何，在通用电气，人们不用花太久的时间就可以克服对电子的恐惧，进而将整个公司数字化。韦尔奇说电子商务完全适合通用电气，这项任务完成得比想象的容易得多。

## 领导力

在建立在提高速度、突破极限、简单化基础上的无边界文化中创造、实施、收获需要领导力。成功的领导的关键是认识到在任何组织机构中人都是最重要的。韦尔奇一再强调这一特征，这也是群策群力的本质、最佳行动的基石、高层管理团队的必要条件。

领导者要始终保持警醒的头脑，他们必须直面现实和结果，必须要避免一味的空想、浪费宝贵时间。同样重要的是，领导者一定要鼓励其团队也要这样做。要想使像通用电气这样庞大的公司拥有小公司的活力，需要“激情、渴望、求变的心、以客为尊，尤其重要的是要迅速而清楚地看清事实并即时对其做出反应”。韦尔奇断言要想实现这一切，领导者需要培养一种文化，在此文化中，一切“都要看员工自己——他们的想法、干劲以及对胜利的激情”。

有效领导者的价值观与其领导的团队的价值观相同。共同的价值观将通用电气的大规模和多样性联系在一起。这些价值观包括：用顾客的满意度来衡量业绩；不断改变自己、改变公司；坦诚地沟通；承认公司既是单

一的实体又是不同子公司构成的合体的事实，接受兼顾两者的管理方法。

通用电气的进取精神源于韦尔奇所称的“21世纪商业领袖的独特品牌——通用电气的A类人才”。这样的领导者“有想法，能够将自己的想法清楚地讲给员工们听，能够鼓动人、笼络人，使领导者的想法能真正成为员工们的想法”。这样的领导者体现了通用电气领导者的4E特征——活力、激励能力、决断力和执行力。换句话说，他们体现了极大的个人活力、激励别人的能力、“对麻烦的是非问题做出公正的决定的天性和勇气”、“落实工作任务的能力”。韦尔奇认为，最好的A型领导者就像最佳的教练：他们所带的队伍实践着与之相同的价值观。

韦尔奇在集合了大公司与小公司优势的通用电气发展了一种充满创造力的文化——一种消灭了阻碍公司发展的官僚主义的文化。无边界管理快速地驱使人们形成团队。群策群力策略有助于产出、捕捉好的想法。这样的公司文化和管理过程描绘出通用电气公司的特征：恰如其领导者一样，通用电气是一个注重行动的公司。

## 初露锋芒

沃尔特·迪士尼公司不是仅靠米老鼠一个卡通形象经营下去的，其CEO迈克尔·艾斯纳深知这一点。从1984年开始接管迪士尼，艾斯纳就像沃尔特·迪士尼——迪士尼公司的创始人一样努力经营迪士尼公司。包括动画片、电影、广播电视、相关书籍和大型主题公园的多产业经营让艾斯纳在这个价

值数十亿美元的公司管理中时时保持警醒。

在艾斯纳写给股东的信中，艾斯纳总结了他对管理的一些看法以及使公司在时代变化和经济逆境中仍能够繁荣发展的策略。他对于迪士尼公司一些产业（如动画、电视、欧洲迪士尼乐园和传媒网络）的直接评论显示出信任、创造力和领导力。艾斯纳详述了像迪士尼这样备受公众关注的大公司在经营中遇到的一些特别的问题。

## 更大的变革

艾斯纳将其全部经营理念概括如下：“只为真正重要的事情召开会议。”情况与韦尔奇的通用电气相似，迪士尼公司的大会为“协作会议”，聚集了公司每一个部门的领导人和高级管理人员，大家共同分享彼此的想法，每一个部门的亮点都可以被其他部门借用。迪士尼公司宣扬协作精神，所有参与者都希望自己的协作精神以及在协作中表现出来的创造力可以给同事们以深刻的印象，因此他们努力为公司会议做准备，效果惊人。

协作会议体现了迪士尼基于四个目标基础之上的总体战略。第一，增加股东财富，同时以合乎道德的方式履行对迪士尼公司员工的责任。第二，“依靠优异的工作表现提高生产率”，强调“最高的标准产生最好的结果”。第三，“集中精力，继续创造性领导”。第四，“强调质量和创新的战略方向”。

这四个基本目标对于抓住机遇面对变革带来的挑战来说极其必要。艾斯纳说：“变革是增长的引擎，是创造力的源泉。”变革改变了我们的生

活，也改变了迪士尼。艾斯纳特别清醒地应对技术变革。常有人宣布一种领先技术的诞生，以及随即带给某个产业的厄运，正如有500个频道的电视的诞生带给娱乐产业的压力一样。

艾斯纳欢迎技术变革，他将上述担忧与电视刚刚出现、人们预测电影业的衰退时沃尔特所面临的情况相对比。迪士尼并没有因为电视技术的发展而停止任何业务，相反，电视给迪士尼产品带来新的机遇。对于那些富有创造力又肯努力的人来说，这样的技术变革以及其他方面的变革意味着机遇，而不是淘汰。

当然，在发生棘手的问题的时候，必须要想办法解决，但是如果能够在此之前——在蓬勃的经济时期——将问题解决掉就更好了。艾斯纳这样想，迪士尼也是如此运营的。尽管艾斯纳从不愿用“抗衰老”这个词去描绘当时的迪士尼，但是他在艰难的经济时期，用能力和策略一点一点解决问题确是不争的事实。

在20世纪80年代一片繁荣的经济环境中，许多公司变得目光短浅，相继走上危险之路，不过，这当然不包括迪士尼公司。它没有做过多的资金投入；没有争取不需要的东西；保持资产负债表干净、公司经营稳健；实现内部增长；培育核心价值观，保护了特别经营权；避开与别的公司结盟，以免损害迪士尼品牌的利益。

当然在机会来临的时候，就算是保守的公司也必须要准备充分地把握利用。苏联和东欧的政治变革打开了巨大的新市场。迪士尼通过欧洲迪士



尼乐园以及电视节目渗透到了东欧国家。

通过逆境和机遇，艾斯纳细述自己面临的挑战与五六十年前沃尔特·迪士尼所面临的挑战的相似之处。1940年迪士尼年度报告中列出的挑战与1990年列出的挑战存在惊人的相似：诸如战争、工作室扩张、电影生产的扩大、外汇波动和对创新性人才成本的控制。上面的所有挑战50年后再次出现，包括很难为投资大众提前预料到的战争。

迪士尼对抗衰退的方法来自于多方面的共同作用，包括强大的品牌效应、保守的财务行为以及严格遵守以内部扩张为主、通过谨慎收购实现的选择性扩张为辅的公司发展方针。当需要保护本国环境下的产品传递的方式途径时，对外扩张不失为一个审慎的选择。对外扩张常通过技术来实现，但是艾斯纳说他绝不会让迪士尼因为技术的原因而投资于技术。

艾斯纳说迪士尼的工作重点一定是其娱乐品牌所涵盖的内容，而不是其传递机制。他认为马歇尔·麦克卢汉的“媒介即讯息”之说已过时了，也许在刚提出时适用，但是此时已非彼时，目前世界上存在着各种各样的传递机制——无数的广播网、独立电视台，以及越来越常见的家庭视频、卫星和互联网。他观察说：“从荷马、莎士比亚时代到现在，重要的从来都是故事的内容和讲故事的技巧，而不是用什么样的媒介。”

即便是这样，艾斯纳仍然雄心勃勃地率领迪士尼涉足互联网。迪士尼主要的产业包括一些最常被访问的网站：娱乐网Disney.com；体育网ESPN.com；新闻网ABC.com。在最初的与领先的技术公司Starwave的合作，

以及之后与最受欢迎的网络搜索引擎Infoseek的合作之后，迪士尼创建了GoNetwork——用来收集并提供迪士尼各产业信息的门户网站。

## 魔力和老鼠

艾斯纳解释说在20世纪80年代初许多人认为动画产业濒临死亡，即将成为一门失传的艺术。罗伊·迪士尼并不这样认为，他证实说如果处理得当的话，动画产业会充满魔力。正如艾斯纳所说“魔力是迪士尼的精髓”。迪士尼成功地复兴了动画产业，其原因在于它的两部分策略。首先，它成功地将经典剧集搬到新旧舞台上——先在剧院，然后在迪士尼频道和家庭视频。其次，迪士尼开始制作电影动画。迪士尼的尝试引起了轰动，产出很多了不起的电影，如《谁陷害了兔子罗杰？》、《小美人鱼》、《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子王》和《风中奇缘》。迪士尼在20世纪90年代制作的《泰山》获得了巨大的成功，成为迪士尼动画制作史上第二成功的电影。

这些大片甚至超越了迪士尼的经典角色米老鼠，使迪士尼将公司定位于服务家庭市场上。这使迪士尼免于许多其他商业定位电影公司所面对的经营时好时坏的窘境。电影制造业是高风险的行业：一部电影可能投资数亿，但并不一定有任何回报。因此，多数大的电影公司每年会拍摄十几部甚至更多的电影，希望大卖的影片可以抵偿失败影片的损失（类似于20世纪90年代末、21世纪初的网络公司投机者的方法）。

迪士尼解决一些行业问题的策略是强调成本控制和题材的选择，具体

有两种方法。第一，迪士尼强调定位于家庭的品牌认同。这为迪士尼创造了特别的商机，迪士尼经营也不再仅靠漫无目的地碰运气。第二，迪士尼的品牌认同同样赋予其在真人电影和电视业的经营优势，《岳父大人》、《摇篮惊魂》、《修女也疯狂》都为迪士尼赢得了巨大的成功（想想《玩具总动员》、《世界末日》、《马语者》以及《心灵捕手》，迪士尼出品的优秀电影真是不胜枚举）。

电视业要比电影业更艰难，不过迪士尼再次借用其在动画产业上的影响力克服了电视业的巨大挑战。迪士尼频道是迪士尼公司推出动画片的主要阵地，也给予了其在电视业竞争的优势，迪士尼频道的用户数量超过了其他竞争频道的数量。至1995年收购美国广播公司之前，迪士尼公司利用网络推出了数不胜数的成功的影片，包括《美化家庭》、《金色女孩》以及《空巢》。后来借助美国广播公司热播节目“谁想成为百万富翁”而获得巨大收益。艾斯纳说：“（节目）已超过普通的电视节目，步入文化领域。”

如果说魔力是迪士尼的精髓的话，米老鼠就是魔力的具体体现。米老鼠的无敌魅力不由得让艾斯纳想到一个有趣的问题：“米老鼠、迪士尼，究竟是谁成就了谁？”这个问题真的很难回答。从逻辑和时间顺序上看，自然是迪士尼公司先成立，但是米老鼠却是迪士尼公司的真正起点。艾斯纳引用了沃尔特·迪士尼的话：“记住，一切都始于一只老鼠。”从艾斯纳介绍迪士尼如何全力筹划1992年米老鼠的65岁生日中可知老鼠的神话还在继续。

艾斯纳和迪士尼公司近年来遇到的最大的挑战是欧洲迪士尼乐园的发

展。建立主题公园这一雄心勃勃的计划酝酿了好几年。在此期间，艾斯纳表达了高度的希望和极大的乐观。随后的争议让计划一拖再拖，毫无进展，希望渺茫。但是从长远角度考虑，艾斯纳和迪士尼公司一路坚持，促成了欧洲迪士尼乐园的成功开放。艾斯纳承认困境、解释错误的坦诚充分显示了投资人极其重视的可信赖性。

### 众目睽睽下的管理

欧洲迪士尼乐园承担了很多压力，但是美国文化史上许多公司的计划活动都是如此。公众的关注为迪士尼带来了特殊的管理问题。迪士尼公司一力承担了错误，也因此获得了公众的称赞。在艾斯纳的管理之下，迪士尼经常跻身于世界上最佳娱乐公司、最佳管理以及最赚钱的、财务最稳定的娱乐公司之列。1991年，迪士尼加入了道琼斯指数，成为了美国（及世界）公司财务状况晴雨表上唯一的娱乐产业代表。

艾斯纳将这些成绩归功于他的整个管理团队，还有他深情地称之为“迪士尼全体演员”的所有员工。艾斯纳传递给迪士尼员工的精神与公民道德和公众精神产生了共鸣。从1991年在沃尔特·迪士尼世界20周年庆典上为艾滋病筹集研究经费，到1997年为洛杉矶的某剧院提供资金支持，再到在全公司范围内实行健全的环境政策，迪士尼一直以公共利益为重。迪士尼是教育事业的主要支持者，曾经将教师在社会中起到的重要作用改成剧本搬上舞台，并在平息1992年洛杉矶暴动中慷慨解囊。

艾斯纳高得离谱的认股权一直是极具争议又很棘手的问题（比如他解

雇在迪士尼任职仅14个月的天才级经理人迈克·奥维茨的决定花掉公司几亿美元的遣散费)。如此高的认股权下，有必要彻底审查他及所有经理人的情况。艾斯纳对此不以为然，辩称他在迪士尼的业绩解释了一切。同意他的观点与否，依赖于你的主观判断。一些投资人能够根据仲裁和艾斯纳个人的辩解做出评判；关键是他的解释会告诉你是否可以把资金托付给他。

## 信任

可口可乐公司是全球最著名的公司之一。当时的可口可乐公司在已故CEO戈伊苏埃塔的带领下始终坚持以下三个要点：创造价值、强化公司商标、着眼未来。这三个要点铸就了可口可乐公司——从当时10多年前戈伊苏埃塔刚刚成为CEO时的40亿美元的公司，到1997年他过世时发展成的1 500亿美元的公司。戈伊苏埃塔热情而明晰的文章，以及一些与他的前得力助手合作的文章，解释了其原因。

先看看当时的一些数字。在1995年和1996年可口可乐连续两年领跑《财富》杂志财富创造者排行榜。在1995年末，其市值为930亿美元，股东财富比前一年增加380亿美元。到1996年年末为止，这一数额已上升至1 310亿美元，又增加了380亿美元。在1976年，可口可乐的财富在上市的美国公司中名列第20位，在1995年跃居第四，在1996年名列第一。1995年和1996年，可口可乐公司股票的总收益率超过40%，而在过去的15年，其复合年均回报率为30%（包括红利再投资）。从1980年至1995年，可口可乐公司的股票价格以年复利率24%的速度增长，股东财富增加近890亿美元，

相比道琼斯指数增加12%，相比标准普尔500股价指数上涨11%。可口可乐从1981年至1990年均总回报（包括红利再投资）为37%，其中1986~1990年为34%。

戈伊苏埃塔一再强调如此多的引人注目的成果的原因是销售数量的增加。从1985年到1995年北美地区以年复合增长率8.2%的速度增加，而在美国的增长速度为4.2%（全行业为2.7%）。在1996年，可口可乐再次刷新纪录，全球销售增加8%，达到137亿箱。可乐销售增加了4.5亿箱（1995年增长6%），而雪碧增加了1.38亿箱（增长13%，实现第三个连续两年双位数增长）。

### 股东利益导向和长远打算

戈伊苏埃塔的经营理念是要为永不停歇的发动机加燃料。他将自己看做是股东资金的管理者，始终从股东的利益出发组织公司行动。他说：“销售数量的持续增长是创造经济利润的基础。从经验可知，这也是（股东投资）价值增加的关键。”在戈伊苏埃塔的领导下，可口可乐公司重点抓主营业务，采用较长投资期。在长期不懈地创建可口可乐品牌的同时，戈伊苏埃塔也为可口可乐公司树立了另一种形象：一个不懈追求，誓将更多的产品销售给全世界更多顾客的公司。

戈伊苏埃塔相信“产生持续强劲的短期结果的最好方式是要有长远打算”。可口可乐公司在20世纪80年代和90年代的长期目标是在未来的10年逐步建立一个“能够保持强劲的盈利增长态势的全球性商用机器”。

## 品牌创建

建立全球业务的基础是可口可乐的品牌，它“不仅有广泛的吸引力和可及性，还满足了人们渴望焕发活力的基本需要”。要想让人们选择可口可乐，建设品牌是关键。对于戈伊苏埃塔来说，品牌实力不仅仅是将产品推向市场、在市场调研和资产负债表中有不俗的表现。戈伊苏埃塔用“能够控制溢价的能力”来定义品牌实力。

建设品牌实力不需要耍花招，尽管不乏有企业滥用品牌实力，其产品的价格-价值比使其为市场所排斥。戈伊苏埃塔没有让可口可乐公司犯下这样的错误。他带领公司不断地想办法通过多样化的产品增加品牌实力，“要让产品各具特色”。多年来，可口可乐公司使用AAA策略推动品牌建设，即产品的可用性、可购性和可受性。这一方法收效显著，不过在1995年，戈伊苏埃塔将AAA策略发展为PPP策略，也就是：无孔不入的渗透（而不仅仅是可用性）、对顾客的产品价格-价值比（而不仅仅是可购性）和首选性（不仅仅是可受性）。

## 稳健财务结构

可口可乐公司巨大成功的另一个基础是戈伊苏埃塔采取了稳健的财政政策，典型的范例是1994年关于在可口可乐公司实行“财务改革”的决定。注意到可口可乐的财务政策在80年代就已趋僵化——“坚硬的外壳极大地限制了公司的活力”——戈伊苏埃塔在80年代末采取新的政策，使公司重新焕发活力。

戈伊苏埃塔公布了评价可口可乐公司业绩的新方法。经济利润（后称为经济附加值）而不仅仅是税收或收益的增加，成为了衡量业绩的标准。经济利润基于“税后的营业净利和产生这些利润所需资本投入总成本”。

在新的评价体系下，可口可乐公司放弃了一些经营不佳的项目，而把精力集中在核心的软饮料业务上（同时适当兼顾了作为利润丰厚的食品业补充的可乐瓶装公司）。

可口可乐公司有节制地使用债务来增加股东的投资回报率，通过实施股票回购增加每股收益。可口可乐公司在增加了全年股息以使用现金低成本再投资的同时，降低了股息支付率。它对资金进行再投资，扩建了其全球装瓶网，树立了广泛高效的商业系统。戈伊苏埃塔对其他股东非常清晰地解释了所有的举措。

### 基础设施建设

可口可乐公司的部分投资改善了灌装加工和分配系统。投资不仅提高了目前以及未来的产品销售（同时加强了可口可乐和灌装加工的合作伙伴关系），可口可乐随后可以为股东将投资收益以附加利润售出。

戈伊苏埃塔将可口可乐公司在广泛高效的灌装加工和配送系统的投资和发展称为“基础设施建设”，包括继续深化在可口可乐灌装加工和配送系统的投资力度。为了强化这一系统，可口可乐公司使用了从鼓励瓶装公司再投资到直接投资股票并提供管理经验的一系列办法。



通过以上实践，可口可乐公司遍布全球近200个国家，带来数十亿的潜在消费者。在1980~1994年间，可口可乐的潜在消费者的数量增加了一倍多。销售量的增长是维持公司价值增长的要素，这解释了可口可乐公司平均资本回报率近3倍于资本成本的原因。

为可口可乐公司核心业务全球化发展提供助力的还有地域的多元化。可口可乐公司在诸如美国、德国、日本的蓝筹股市场占据了有利——也许是首要的——位置。它还致力于占据如东欧和印度尼西亚等新的广阔市场。加上可口可乐启动的中国和印度市场，市场的广阔性使公司能够“用现在的力量构筑未来”（基础设施建设是可口可乐公司战胜1998年亚洲经济危机的原因之一）。

### 资源配置

戈伊苏埃塔说，在可口可乐全球经营范围内，主要的挑战是如何将发达市场中的资源以最佳的方式划拨投资给稍欠发达的市场。戈伊苏埃塔在1995对一些学生说，可口可乐公司最大的增长潜力在南加州！在匈牙利可口可乐的人均消费量远高于南加州，故而后者更有潜力。

财务改革、基础设施建设以及地域扩张都是为了创建“最好的机器”。此外提出了关于建立推动对品牌世界需求的消费市场的补充方案。该补充方案将为“这部机器装配上独特的动力增长引擎”。它要求可口可乐公司推出特色产品——“与众不同、品质更好、更特别”——不断地增加品牌力量。

戈伊苏埃塔忽视周围的一些不同的看法，比如，有人说可口可乐已占

据消费者市场的首要位置，无力再改进了；还有人说有许多了不起的公司已遥遥领先。因为人体每天需要至少1 900毫升的液体来满足生存的需要，戈伊苏埃塔将可口可乐看做是一扇巨大的机会之窗。

戈伊苏埃塔努力把品牌推向世界各地，与此同时促进了产品销售量在美国、日本、欧洲等发达市场的急剧增长。纵向加深品牌实力，也就是从现有的强有力的市场的角度，而非从新市场的角度，需要将力量投入到产品差异化上去。戈伊苏埃塔表示如果出售不动产的要素是位置、位置、位置的话，那么“销售产品的要点就是差异化、差异化、差异化”。许多人因1996年可口可乐看来不可思议的举动大吃一惊：它超出了英国两大主要茶饮料公司的销售总量以及法国主要瓶装水的销售量！

## 学习型文化

可口可乐公司如此实践多年。戈伊苏埃塔在论著中说明了这一点，借以期待在公司上下创造出一种将上述原则制度化的学习型文化。同通用电气的韦尔奇一样，戈伊苏埃塔致力于向可口可乐公司的各利益相关者学习，包括消费者、客户、合作伙伴、竞争对手，甚至还有一些不相关的企业。例如，戈伊苏埃塔的可口可乐公司的团队有能力找到别人看不到的商机。他派人出去考察，不仅仅考察公司的成绩，更要看公司的不足之处。

戈伊苏埃塔还创造了一个了不起的现实：可口可乐为每一个利益相关者都带来了收益，包括：股东、瓶装公司、客户和最终消费者。戈伊苏埃塔尤其强调可口可乐公司与瓶装公司的关系。纵观全世界，曾经支离破碎

的瓶装公司依靠如日本、德国等地的各国市场逐渐强大起来，并取得了绝对的竞争优势。对于客户来说，许多餐厅必须要卖掉三个汉堡才能获得与销售一大瓶可乐一样多的利润。可口可乐公司使客户充分地意识到了这一点。

## 克服经济逆境

戈伊苏埃塔和他的可口可乐公司克服20世纪90年代初经济逆境的方法是强调长远打算，且保证当前的谨慎经营。在世界经济萎靡不振时，可口可乐公司合理运筹，通过战略定价和成本控制阻止了业绩的下滑，它采取灵活的营销投资决策，有效地利用其资源。在克服经济逆境的过程中，戈伊苏埃塔、基奥及可口可乐公司的其他高层对关注未来、保障当前的策略使用从未动摇过：可口可乐公司历经风雨屹立不倒的原因是既有“恒常目的”又有“不满足于眼前”、想要改变眼前的欲望。

该策略在面对逆境时无疑是很有效的，同时也证实了这样一句谚语：艰难时刻使强者更强。坚定不移地积极投资于长期增长和企业价值，特别是长期投资，就是可口可乐公司蝉联《财富》杂志“美国最受尊崇的公司”称号的原因。

戈伊苏埃塔不愿浪费精力预测经济的未来，他的长远打算在艰难时世帮助了可口可乐公司。我们无法控制一些外部事件，比如“全球经济走势、货币波动和贬值、自然灾害、政治动乱、社会不安、恶劣天气或捉摸不定的股市”，但是戈伊苏埃塔说他本人及可口可乐公司的其他每一位管理者都

能完全控制好自己的行为。

公司的管理者不允许自己为外部环境分心。他们能做的、该做的就是使管理团队无论在何种经济环境下都能集中精力处理能够控制的事情：合理调配资源，为未来发展打下基础。未来并非上天注定，而是“有无穷的机会和可能”。他强调面对未来的不确定性，尤其在艰难的经济环境下，真正需要的是希腊人口中的实用经验——“强迫人适应、教会人时刻做好准备”。

## 实用主义

实用经验也“承认没有什么能完全如计划一般”，重要的是要“务实地适应”新情况。总会发生新情况——变化在所难免。可口可乐公司的商业焦点是如何让公司面对转变。如戈伊苏埃塔所说，很少有大公司如可口可乐公司一般目标明确，或者像可口可乐公司对软饮料的坚持一样坚守固定产品的经营。

戈伊苏埃塔的信函的首要主题是：公司为股东所有。其他所有的主题——通过AAA策略和PPP策略建设品牌力量、打造与众不同的更好更特别的品牌、审慎理财以及目标明确——都服务于投资人是公司所有人的终极原则。

戈伊苏埃塔对所有员工强调说，可口可乐公司的成功在于“为把资产委托给我们的人创造了价值”。这就是可口可乐公司（还有其他公司）存在的原因。可口可乐和其他公司通过“服务于客户和顾客、创造就业机会、给社会积极的影响、服务公众等方式创造的社会效益只有在我们履行为股东创

造价值的使命时才会发生”，戈伊苏埃塔如是说。

在戈伊苏埃塔离世前不久，他为其管理团队引用了德国诗人、剧作家歌德的一句话：“不管你能做什么，或者梦想你能做什么，开始去做吧。胆识将赋予你天赋、能力和神奇的力量。现在就开始去做。”

戈伊苏埃塔相信胆识造就了成长。他向所有可口可乐公司的利益相关者——同事、客户、装瓶公司的合作伙伴、董事会成员，最重要的是其他的股东们——表示了感激，因为他们对于可口可乐公司管理团队创造价值能力的信任和信心。

企业分析中的市场、数字和 Company 管理仅能够说明一部分问题，实际上，公司赢得的投资人的信赖也是不可忽视的事实。

## 结论：胜利的文化

有套利倾向的读者可能会遗憾，在最后一章中提到的现代巨人CEO们（除了巴菲特之外）包括一个已经逝去的，一个已然宣布退休，而只有最后一个有可能在可预见的未来当权。谁会是下一个当权者？何不指名道姓地点出来？

如果我知道，我也不会说。并不仅仅是想获取多少竞争优势。不，我的缄默正是缘于对本书的顿悟：判断是关键，而我的判断总是会与你的不同。我们的知识能力范围必然不同，我们对过去的诠释不同，我们对未来的预测亦必然如此。若让我来告诉你我心目中谁将是未来的CEO明星就会与本书的宗旨相悖。我的选择与你的判断毫不相干。

回顾第1章提到的大师们，你会了解，正是他们独立的思想、决绝又深刻的判断力将他们引向成功。我本着一个老师或教授的精神（而不是从一个投资顾问的角度）将这些观点和见解加以总结。我期待着您能将本书的知识作为选择股票的基本根据，成为一个有见识、高水平的投资者（若这点做不到的话，至少能选择那些与杰出投资顾问，如格雷厄姆和巴菲特有着相同投资理念的人作为自己的顾问）。

企业分析投资的基本原理可整合成3个分支：财务、会计和管理。财务通常被定义为“资金及其他财产的管理科学”。若你认同财务是一部分科学和一部分艺术的组合体的话，这个定义就是如此。行为经济学可能更应该

被称为社会科学，该领域综合了多个学科，包括心理学、统计学、历史和社会学。它对财务的处理方法最有效，因为它承认智力投资是第一分支：格雷厄姆的基本观点即价格与价值完全是两回事。

价值的含义和度量是第二分支，它追求的是对会计领域基本理念的理解需求。长期以来，会计被看成是企业的语言，且经理人在应用会计原理时所需的慎重要求聪明的投资人成为该语言的翻译家。这种慎重被滥用的时候，我们支持那些认为会计是一种心境的人要比支持把会计看做是艺术或科学的人更安全。决算时的顺畅会给你巨大的投资空间，而会话型会计将会使你置身于较高层次的投资级别。

由于市场价格和决算数字对于公司和最终的投资决策来说非常脆弱和不堪重负，因此第三分支就是指管理的可信赖性。中规中矩的、过度的宏观管理原则在此时就起不了太大作用。你所需要的是那种可以开心地托付资产给他的人。鉴别出他们可全是门艺术了。

在股票市场这个大森林中，寻找这三大分支吧。它们将使你避开所谓的疑问文化，并在胜利文化中茁壮成长，这是一种受到格雷厄姆和巴菲特理念滋养的价值导向的投资文化。

## 致谢

本书的主要观点承袭自本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特的思想轨迹。我固然与格雷厄姆先生无缘一见，但身为后来者，我必须向他致深深的谢意。至于巴菲特先生，我有幸与他相识，从他的著作、言论和谈话中，我汲取了大量知识和见解。尽管本书意在尽量忠实地阐释两位前辈所确立的原理，但他们并不对这些内容负有任何责任，对本书的观点，他们甚至有着不同的意见。

我还要再次感谢巴菲特先生。在他的应允下，我整理了他写给伯克希尔·哈撒韦公司股东们的信，汇集《巴菲特致股东的信——股份公司教程》一书。哈撒韦公司副主席查尔斯·芒格参加了我组织的专题讨论会，对该书做了详尽的分析。还要谢谢此书的热心读者，尤其是大胆采用它作为课堂教材的大学和商学院教授们。好些学生通过这一渠道读过此书，告诉我它有多么可贵。在他们的鼓励下，我才有了撰写本书的动力。

鼓励我完成本书的还包括我在摩根士丹利的朋友们，以大卫·德斯特和约翰·施奈德为首；戴维斯精选顾问公司的克里斯·戴维斯和金玛丽·扎莫特；爱德华D.琼斯金融服务公司；还有其他公司许许多多采用投资分析法的从业人员。

从受训资历和职业习惯上看，我是个企业律师；但即便我的学生们也知道，合格的企业律师不仅（也并不主要）需要掌握法律知识，也要懂包



括财务、会计和管理在内的商业知识。这一哲学观的形成，要多谢我在 Cravath, Swaine & Moore 律师事务所的朋友们、前同事们，以及事务所的客户们。

不是所有的法律工作者都意识到了法律与商业的日渐交叉。卡多佐法学院的同事们无疑很有前瞻眼光，他们非常支持我在财务、会计和管理等看似与法律不相干的领域开展的研究和写作工作。这些同事中，我尤其感谢门罗·普瑞斯，是他通过自己和巴菲特共同的朋友鲍勃·登汉姆，把我介绍给了股神。我还要特别感谢系主任保罗·维库尔和迈克尔·赫兹，是他们允许我休年假，专心撰写本书。

我个人得以拥有横跨上述学科的能力，有赖萨缪尔和罗妮·海曼夫妇的大力帮助。他们俩都是律师（尽管并未执业），也是才华横溢的商业人士、投资家和慈善家。他们慷慨捐建了卡多佐法学院萨缪尔和罗妮企业管理中心，这是一个由我本人指导的项目，旨在开拓上述学科的教学、研究和政策。

我还想感谢我的老师们，尤其是现任亚利桑那大学法学院教授的艾略特·维斯。很早以前，他就要我多关注格雷厄姆和巴菲特的观点，并慷慨地与我分享他的知识财富。此外，多谢维斯教授、乔治城大学法学中心的杰弗里D.鲍曼教授，以及本书出版商允许我使用我们共同编著的一本教科书的部分素材。此外，我还从我写的另一本教材《财会财务基础——律师用》摘选了部分资料，这里，再次感谢出版商的授权。

我向麦格劳-希尔公司的整个团队表示衷心的感谢，谢谢他们的信任、热情和指导，尤其是肯利·克里斯蒂森、杰弗里·卡拉姆斯和斯科特·艾莫曼。

最后，谢谢我亲爱的妻子乔安娜，她不辞辛劳地对本书手稿做了细致的编辑和修正，并一路给我支持和鼓励。



WILEY

投资大家一致推荐  
彼得·林奇  
肯尼斯·费雪  
霍华德·马克斯  
比尔·米勒



将巴菲特思想引进中国的第一本书

# 巴菲特之道

(学习篇)

[美] 罗伯特·哈格斯特朗 罗素·罗兹 著 杨天南 译  
(Robert G. Hagstrom) (Russell Rhoads)

THE  
WARREN  
BUFFETT  
WAY  
WORKBOOK



机械工业出版社  
China Machine Press

## 巴菲特之道（学习篇）

The Warren Buffett Way Workbook （美）罗伯特·哈格  
斯特朗（Robert G. Hagstrom） （美）罗素·罗兹  
（Russell Rhoads） 著

杨天南 译

ISBN：978-7-111-56009-8

本书纸版由机械工业出版社于2017年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.hzmedia.com.cn 新浪微博  
@华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

# 目录

前言

第1章 五西格玛事件：世界最伟大的投资家

第2章 沃伦·巴菲特的教育

第3章 购买企业的12个坚定准则

第4章 普通股投资9个案例

第5章 投资组合管理：投资数学

第6章 投资心理学

第7章 耐心的价值

第8章 最伟大的投资家

## 前言

尽管金融市场经历了多次牛熊的变化，在过去数十年中，沃伦·巴菲特始终像一颗恒星一样地存在着，他的持久耐力可以归因于那些他在伯克希尔-哈撒韦所使用的未变的投资方式。《巴菲特之道（原书第3版）》从演化、教育等方面深入分析了巴菲特挑选公司的投资方法。此外，还展示了巴菲特在购买企业以及上市公司股票时，所采用的贯穿始终的选择标准。书中还回顾了几个投资案例，以及在此过程中的心理学因素。

沃伦·巴菲特的投资方式在时光交替之后，绝大部分没有什么改变，但它们相对于很多领域属于非主流。尽管有了巴菲特这个无可争辩的理性投资方式的成功榜样，绝大多数个人以及专业投资者仍然在金融市场中，以非理性的方式蠢蠢欲动。遵从巴菲特方式会让一个人在非理性的市场中，保持“众人皆醉，我独醒”的理性。

这本实用的书为读者提供了一个深入理解巴菲特作为一个投资者演化路径的工具，了解他选择投资的方式，以及投资组合背后的心理学。

对应于《巴菲特之道（原书第3版）》，本书分为8章，每章分为两个部分：第一部分由多项选择题和问答题组成；第二部分包含了答案和分析解释。我们建议读者在阅读完《巴菲特之道（原书第3版）》每一章后，使用这本实用工具书作为一个自我评估的工具。一些章节与前一章节相关，层层递进，所以这本实用工具书可以说是与《巴菲特之道（原书第3

版)》的珠联璧合。

## 第1章 五西格玛事件：世界最伟大的投资家

### 选择题

1.下面哪个因素对伯克希尔-哈撒韦公司的成长有贡献？

- (1) 旗下全资拥有的企业。
- (2) 来自投资咨询企业的咨询费用。
- (3) 投资组合中股票的升值。

A. (1)

B. (1) 和 (2)

C. (1) (2) 和 (3)

2.在一个投资者或企业购买者进行投资前，应该问哪个问题？

- (1) 需要多少再投资去维持公司的运营？
- (2) 公司的负债情况如何？
- (3) 公司管理层的以往表现如何？
- (4) 管理层对于未来的愿景如何？



A. (1) 和 (2)

B. (2) 和 (3)

C. (1) (2) 和 (4)

D. (1) (2) (3) 和 (4)

3. 以下哪个选项符合巴菲特的投资理念？

(1) 当考虑一项投资时，购买企业和购买股票应该没有什么差别。

(2) 无论投资股票还是购买企业之前，都应该特别考虑标的的竞争对手情况。

(3) 当投资股票时，应该综合考虑整个大势的情况。

A. (1)

B. (1) (2)

C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

4. 下面的哪个或哪些选项显示出一个股票投资者与公司投资所有者的不同特点？

(1) 股票投资者会考虑大势是处于牛市还是熊市。

(2) 股票投资者会考虑通过投资在一家公司里赚钱。

(3) 股票投资者熟悉所投对象的财务情况。

A. (1)

B. (2)

C. (1) (2)

D. (1) (3)

5. 下面的哪个词汇不适合用于形容巴菲特的投资风格？

A. 企业属性

B. 投机

C. 分析

D. 竞争力分析

6. 下面哪一个陈述总结了巴菲特从宾夕法尼亚大学转学到内布拉斯加大学的原因？

A. 他希望学习的同时能够工作

B. 他希望所上的大学离最终生活的地方近一些

C.对他而言，宾夕法尼亚大学的课程太过理论性

D.他想早点毕业，这样可以早些开始职业生涯

7.在格雷厄姆和多德的《证券分析》一书中，哪一个核心观点吸引了巴菲特？

A.相对价值

B.现金流的产生

C.竞争优势

D.内在价值

8.在巴菲特成立第一只投资合伙企业基金时，除了基于内在价值购买普通股外，还运用了什么其他投资策略？

A.备兑卖出认购期权

B.有现金担保的卖出认沽期权

C.高收益债券

D.并购对冲

9.一场色拉油造假丑闻导致巴菲特购买了什么股票？

A.联合原材料植物油公司

B.卡夫食品

C.美国运通

D.以色列国民银行

10.在巴菲特购买伯克希尔之前，该公司的主营业务是什么？

A.汽车代理销售

B.纺织制造

C.人寿保险

D.股票经纪公司

11.下列哪些描述了1969年的股票市场情况，并导致了巴菲特选择关闭他的合伙投资企业？

(1) 股市投机气氛越来越重。

(2) 巴菲特对于已有的投资收益非常满意。

(3) 满足价值标准的标的越来越稀缺。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

12. 为何说比尔·鲁安红杉基金的成功可以追根溯源到巴菲特？

(1) 在关闭自己的合伙投资企业时，巴菲特将客户推荐给比尔·鲁安。

(2) 比尔·鲁安和巴菲特同为格雷厄姆的学生。

(3) 比尔·鲁安也是巴菲特最初基金的合伙人。

A. (1)

B. (2)

C. (1) (2)

D. (1) (3)

13. 从他投资伯克希尔公司的经历中，巴菲特学到了什么？

A. 公司转型很少能成功

B. 如果价格合适，即便是以普通商品为导向的生意也有利可图

C. 当员工与管理层拥有共同的目标时，企业可以成功

D.投资成功的关键在于多元化

14.保险类公司的哪个方面非常吸引巴菲特？

(1) 拥有一家保险公司所具有的竞争优势。

(2) 将保险公司作为投资工具的能力。

(3) 拥有保险公司具备的税务优惠。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (2)

15.在保险业，哪些因素被视为一家保险公司的竞争优势？

(1) 专利。

(2) 地域。

(3) 人员。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (2)

D. (3)

16.依据市场有效理论，学院派用下面的哪一条解释巴菲特的成功？

A.巴菲特的成功证明，通过努力工作和自律，就能战胜市场

B.这是一个统计异象，或五西格玛事件

C.通过自律的道路，任何人都能战胜市场

D.对于巴菲特的成功，没有一个有效的解释

## 问答题

- 1.描述一下巴菲特如何处理其财富以及这如何反映了他的投资方式。
- 2.巴菲特为何说自己中了“卵巢大奖”？
- 3.巴菲特在孩童时期就展现了后来投资中伴随其一生的特征，这些特征包括哪些方面？有哪些例子？
- 4.什么样的宏观经济事件塑造了巴菲特？他受到了怎样的影响？
- 5.描述一下巴菲特第一次购买股票的情况，以及他从中学到了什么。
- 6.巴菲特12岁的时候，随父母移居首都华盛顿。在华盛顿期间，他学到了什么？
- 7.巴菲特在哥伦比亚大学期间受到了哪些投资方面的教育？
- 8.讨论一下联合原材料植物油公司发生的丑闻，以及巴菲特如何利用丑闻进行投资的。
- 9.讨论一下巴菲特是如何购买伯克希尔公司的，以及他从中积累了哪些经验。
- 10.对于巴菲特而言，保险公司有哪些吸引力？



11.讨论一下，伯克希尔公司反映了巴菲特的哪些个性特征。

12.描述一下，巴菲特作为五西格玛事件个案的成功意义。

## 答案

### 选择题

1.C。伯克希尔公司被视为拥有自己的企业和持有其他企业股票的控股型公司，它的利润增长来源于自营企业的利润与所投资股票的升值。

2.D。一个投资者在进行投资或购买企业之前应该考虑如下问题：维持企业正常运营需要多少资本再投入、公司负债情况如何、管理层的以往表现如何、企业愿景是什么。此外，还应考虑竞争对手的情况、公司回报率、价值几何以及支付的购买价格。

3.B。巴菲特认为无论作为一个商业人士还是一个投资者，在投资方法上应该并无不同。二者都应该从企业所有者身份出发，都应该考虑公司的产品与服务以及公司的竞争力。

4.A。买股票的人与打算买下整个企业的人在投资过程中还是有所不同的，买股票的人会考虑他们出手时的股市大势背景。

5.B。无论巴菲特买卖股票还是管理他的投资组合，都与“投机”这个词扯不上一点关系。用约翰·特雷恩的话来说：“巴菲特的策略完全是从实业的角度出发，他通常站在市场的对面，对于具体对象进行具体的分析，不会为所谓的愿望、恐惧、贪婪、梦想等泛泛而言的情绪所驱使。”

6.C。巴菲特感到在宾夕法尼亚大学沃顿商学院学不到太多东西，因为那里的课程过多强调理论性，而不是实践性。

7.D。格雷厄姆传播的核心观点是了解一家公司的内在价值或公司价值几何。如果一个投资者能够准确地计算内在价值，并且在市场上能以低于其内在价值的价格买入，那么就可以始终获利。

8.D。在巴菲特成立的第一只合伙基金中，他不但投资于物有所值的公司股票，还运用了并购对冲的策略。这种策略是同时买卖同一个标的，可以为投资人创造无风险收益。

9.C。联合原材料植物油公司以掺有大量海水的库存冒充色拉油向金融机构骗取抵押贷款，美国运通是被骗贷的对象之一。这个丑闻导致美国运通损失5800万美元，股价大跌50%。但巴菲特发现公司的主打业务——运通卡和运通旅行支票的使用并未受到影响，于是认定受到此次影响而大跌的股价没有反映公司的真实价值。

10.B。巴菲特于1960年开始买入伯克希尔公司的股票，到1965年成为公司控股股东。当时该公司是家位于新英格兰地区的纺织制造公司。

11.B。1969年，巴菲特决定终结最初的投资合伙企业，因为他看到市场投机越来越严重，而且值得投资的对象变得稀缺。

12.C。比尔·鲁安和巴菲特最初同在哥伦比亚大学学习格雷厄姆的课程。在巴菲特将自己的合伙投资公司解散时，将客户推荐给鲁安，鲁安以

此为发端成立了红杉基金。

13.A。当巴菲特投资伯克希尔的时候，因为该公司面临日趋上升的竞争压力，导致股价低廉。随后，巴菲特发现，为了维持公司的竞争力，必须不断投入，显得得不偿失。

14.D。巴菲特发现保险公司的运作模式非常适合投资管理，因为其商业模式是先收保费，可以用于投资证券，只有在最终索赔时才需要偿付。

15.D。保险公司的保单是标准化的，可以被复制。任何人都可以轻易地获得保险从业牌照，商标、专利、地段都不具备真正的竞争力，保费的价格也是公开的，只有从业人员的素质是不同保险公司之间真正的差别。

16.B。有效市场理论认为，所有的分析都是浪费时间，因为所有可以获取的信息都已经反映在当前的股价上了。持有这类观点的学院派人士认为，巴菲特的成功是一个五西格玛事件或者一个极其罕见的统计学现象，太稀少以至于不可能发生。

## 问答题

1.2006年，巴菲特决定将其99%的财富分成五个部分，其中三个部分给其三个子女，剩余两个部分捐给慈善基金会——巴菲特基金会和比尔&梅琳达·盖茨基金会。其中，比尔&梅琳达·盖茨基金会会收到300亿美元，是这次财富分配的绝大部分。

从表面上看，捐款给比尔&梅琳达·盖茨基金会，而不是捐给巴菲特自

己名下的巴菲特基金会，这种行为令人震惊，但实际上是非常理性之举，因为盖茨基金会已经具备了巴菲特基金会缺乏的大型资金管理经验。这个决定就像伯克希尔公司投资于那些具有良好管理层的公司，而不用巴菲特亲自上阵一样。

2.巴菲特说自己出生在美国的概率是1/30，这令他有机会投资于那些错误标价的证券，并有机会成为亿万富翁。

3.在孩童期间，巴菲特就显示出对于数字的痴迷，这里有几个例子：他和小伙伴比赛谁能记住从门前经过的汽车车牌号；他极为喜爱一块秒表，那是姑姑为了奖励他吃芦笋而送他的；六岁时，当他收到一个镀镍的钱匣子时，他立刻开发出很多可以赚钱的商业功能。

4.受经济大萧条的影响，他父亲失去了工作和存款。尽管之后，他的父亲顽强不息，成为一家新创立经纪公司的合伙人，但是大萧条依旧给巴菲特留下了深刻的印象。正是这个经历的驱动，使巴菲特立下一定要致富的伟大志向。

5.巴菲特和他的姐姐多丽丝各自掏了114.75美元买了三股城市服务公司的优先股。正好赶上股市大跌，这只股票也跌了30%。当股票反弹回到40美元时，巴菲特将它们全部卖出，每股赚了5美元。然后眼睁睁，看着它上涨到202美元。巴菲特自己算了算，为了赚得蝇头小利的过早卖出，令他少赚了492美元，这可是一笔大钱。

从这次经历中，巴菲特学到耐心的重要。他也学会了不要为成本所羈

绊，以及不要为小利所动。

6.由于在华盛顿没有证券公司可逛，也没有股票行情可看，渐渐地，巴菲特的兴趣转向了实体创业。他跑两条送报路线，并和小伙伴干起了弹球机生意。

在这段时间，他学到了与股票投资不同的经营企业的经验。

7.大学毕业后，受《聪明的投资者》一书影响，巴菲特进入哥伦比亚大学，师从格雷厄姆门下。通过这门课程的学习，巴菲特发展了他的投资理论，他是格雷厄姆班上第一个获得全部A+的优秀学生，并且在毕业之后，加入了导师的公司做分析师。

8.联合原材料植物油公司发现可以用公司的存货作为抵押，从银行获得贷款，所以他们将水注入油罐，然后在上面再注上一层色拉油，油浮在水面上，以水冒充油，以这种方式骗取银行贷款。有数家银行被卷入此次欺诈，美国运通公司是被涉及的最大贷款金融机构之一。受这次骗贷事件拖累，运通公司损失5800万美元，导致股价大跌50%。

巴菲特从格雷厄姆那里学到的重要一课是，当一家优秀企业的股价低于其内在价值时，果断出击。巴菲特注意到，公司的核心业务——运通卡和旅行支票并未受到影响。于是他将25%的资金（1300万美元）都投在了运通股票上，并在两年之后，获利2000万美元。

9.巴菲特对于伯克希尔公司的投资是一次关于企业转型的经验教训。

在入主伯克希尔之后，经过多年的努力，公司依然未能获得像样的回报率。形势已经越来越明了，纺织业务的运营需要不断投入大量的资本，并且无法产生足够的回报，最终，公司的纺织业务被关闭。巴菲特从这个经历中学到的最为重要的经验是，转型的公司很难成功。

10. 保险公司是个了不起的投资工具，它们可以从客户（保户）端收到源源不断的保费现金，并且在索赔之前，可以使用这些现金进行投资。由于索赔的时间不确定，所以收到的保费通常被投资在固定收益、长期债券、股票等可变现证券类产品上。通过投资控股保险公司，巴菲特找到了一种投资管理的利器。

11. 巴菲特主导的伯克希公司深深地留下了个人的鲜明特点，包括他的个性、企业哲学、投资哲学及其独一无二的风格。伯克希尔公司构建精密，但不复杂。它只有两个部分：企业运营和投资组合。投资组合的资本来自保险业务的浮存金以及非保险业务的盈利。无论是股票投资，还是管理自己旗下的企业，巴菲特脚踏实地的作风实际上都是一脉相承的。

12. 在信奉市场有效理论的学者眼里，巴菲特战胜市场的能力是匪夷所思的。根据市场有效理论，一个人不可能像巴菲特那样战胜市场。相信市场有效理论的人将巴菲特的成功归结为五西格玛事件——一个几乎不肯能发生的统计现象。

## 第2章 沃伦·巴菲特的教育

### 选择题

1.下面哪些选项被认为是格雷厄姆最有价值的工作？

(1) 《证券分析》。

(2) 投资估值。

(3) 《聪明的投资者》。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

2.《证券分析》(第1版)重点提出了什么观点？

A.市场的过度估值

B.短期交易滥用

C.公司信息滥用



D.股东投票权

3.下面哪个选项总结了《证券分析》的核心？

A.一个建立在合理价格基础上、精心挑选的、多元化的普通股投资组合，将是一个健康的投资

B.投资者从公司所有者角度出发购买股票，将是投资成功的关键

C.当考虑买进一只股票时，投资者应该关注现金流和分红的增长

D.等待低估价格出现的耐心，将会取得超级回报

4.根据格雷厄姆的定义，以下哪个是投资的定义？

A.一项基于意欲获利的投资

B.借钱用于企业运营获利是一项投资

C.投资是多元化投资组合的中心

D.投资是经过深入分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为

5.根据格雷厄姆的说法，投资分析包括哪些步骤？

A.分析、主观、机智

B.描述、批判、选择

C.专注、分析、选择

D.细节、主观、关键

6.什么历史境况被格雷厄姆采纳到了其关于投资的定义中？

A.1929年的股票崩盘

B.《1933年证券法》和《1934年证券交易法》

C.1929~1932年，债券市场大崩溃

D.上述无一正确

7.在描写了投资与投机的不同之后，下面哪项被认为是格雷厄姆的第二个重要的贡献？

A.强调了指数的多元化好处

B.发展出一套普通股投资的方法

C.发展出分红贴现方法

D.发展出挑选股票的技术分析方法

8.据格雷厄姆的观点，下面哪些因素导致了1929年股市崩溃？

(1) 交易所和经纪商操纵股价。

(2) 融资炒股。

(3) 失控的乐观情绪。

A. (1)

B. (2)

C. (1) (2)

D. (1) (2) 和 (3)

9. 如下哪种当年格雷厄姆提到的股票投资方式类似今天的指数基金投资？

A. 跨行业投资法

B. 安全边际投资法

C. 预测投资法

D. 估值投资法

10. 以下哪种当年格雷厄姆提到的股票投资方式类似今天的成长股投资？

A. 跨行业投资法

B. 安全边际投资法

C.预测投资法

D.估值投资法

11.下面哪一个准确地描述了购买股票中的安全边际原则？

(1) 当整个大势处于低位时，买进股票。

(2) 无论大势如何，买进股价低于其内在价值的股票。

(3) 买进那些具有强劲成长前景的公司股票。

A. (1)

B. (2)

C. (3)

D. (1) (2)

12.下面哪一个股票购买方法被格雷厄姆所推崇？

A.识别出那些销售和盈利处于强劲增长的公司

B.耐性等待大势回调时，买入高质量公司

C.无视大势如何，买入那些低于内在价值的公司

D.上述三个因素的综合运用

13.格雷厄姆相信安全边际原则可以运用于如下哪个对象？

(1) 普通股

(2) 债券

(3) 优先股

A. (1) (3)

B. (1)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

14.格雷厄姆认为什么是决定公司价值的最重要的因素？

A.公司强劲的财务报表

B.未来的盈利能力

C.管理层素质

D.上述三项的综合

15.下面哪项关于公司内在价值的说法是正确的？

(1) 它可以被明确确定。

(2) 它与市场报价完全不同。

(3) 它等同于公司账面值。

A. (1)

B. (2)

C. (3)

D. (1) (3)

16. 格雷厄姆认为下面哪项在确定公司内在价值时是一个重要的质量因素？

(1) 管理层的能力。

(2) 经济周期。

(3) 公司的性质。

A. (1)

B. (2)

C. (3)

D. (1) (3)

17.由于等待股市调整之后再投资的方式不太可行，格雷厄姆基于下面的什么情况提出了第二种买进股票的方式？

- (1) 大跌之后的股票。
- (2) 低市盈率的股票。
- (3) 低于净资产的股票。

- A. (1) (2)
- B. (2) (3)
- C. (1) (3)
- D. (3)

18.费雪认为投资的超级回报来源于那些具有超出平均水平回报潜力和能干的管理层的企业。为了找到这样的企业，他会如何做？

- A.研究企业的历史表现
- B.认为以前的财务结果可以证明上述两点
- C.发展出“点”系统用以甄别
- D.上述无一正确

19.费雪认为什么样的销售团队对于企业的成功非常重要？

(1) 提供专业的销售规划。

(2) 作为市场与研发的桥梁。

(3) 提供降低制造成本的洞见。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

20. 根据费雪的观点，科技型企业和非科技型企业之间，研发有何不同？

A. 科技型企业应该更多专注研发

B. 在非科技型企业中，销售团队只是研发过程中的工具

C. 科技型企业应该将研发外包，以获得新鲜的视野

D. 二者并无不同，都应该注重研发

21. 为什么费雪建议寻找那些行业中的低成本公司投资？

(1) 因为该类公司能在萧条的经济环境下存活。



(2) 低成本会带来高利润。

(3) 低成本使得公司能战胜竞争对手。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (3)

D. (1) (2) (3)

22. 费雪寻找什么样的管理层？

(1) 那些关注他们自己工作稳定的管理层。

(2) 那些关注公司缺点的管理层。

(3) 那些对待公司像自己的公司一样的管理层。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

23. 费雪所谓的“闲聊”方式是什么意思？

A.指证管理层误导投资者

B.通过短线炒作导致损失

C.管理层隐瞒重大信息的例子

D.通过小道消息的方式了解公司

24.以下哪些描述了巴菲特与芒格投资理念的不同？

(1) 巴菲特是格雷厄姆的追随者。

(2) 芒格遵从费雪的路径。

(3) 巴菲特开始追随费雪，然后追随格雷厄姆。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (2) (3)

D. (1)

25.伯克希尔在1972年购买禧诗糖果有何重大意义？

A.这是伯克希尔第一次购买非金融公司

B.这是伯克希尔第一次购买高估值公司

C.这是伯克希尔第一次重大失败

D.这是伯克希尔以发行股份的形式进行的并购

26.对于《华盛顿邮报》、大都会、可口可乐的三个投资案例，有何共同特点？

A.它们都不符合格雷厄姆严格的估值法则

B.它们在伯克希尔的投资组合中占比不大

C.它们都是伯克希尔买了又卖的公司

D.对于它们的投资没有什么共同之处

27.巴菲特与格雷厄姆之间最大的不同是什么？

A.巴菲特主要关注于金融公司

B.格雷厄姆不考虑公司所处的竞争环境

C.巴菲特更关注一家公司的历史财务状况

D.二人并无重大不同

28.1969年，巴菲特曾说：“我的方法15%来自费雪，85%来自格雷厄姆。”经过这么多年的投资历程，现在如何再看这句话？

A.25%来自费雪，75%来自格雷厄姆

B.50%来自费雪，50%来自格雷厄姆

C.75%来自费雪，25%来自格雷厄姆

D.100%来自费雪，彻底抛弃格雷厄姆

## 问答题

- 1.讨论一下《证券分析》一书出版的历史意义。
- 2.1929年的大崩溃对格雷厄姆有何影响？
- 3.《证券分析》第1版的重点是什么？
- 4.格雷厄姆如何定义“投资”？
- 5.根据格雷厄姆的说法，什么是“深入分析”，它的步骤是什么？
- 6.格雷厄姆认为投资必须考虑哪两个条件？
- 7.格雷厄姆如何改变了人们对买卖股票的认知？
- 8.描述一下安全边际概念。
- 9.趁股市大势低迷之际买入股票的难点在哪里？
- 10.根据格雷厄姆的观点，投资者买入具有安全边际的股票有何益处？
- 11.在哪三种情况下，格雷厄姆认为可以运用安全边际理论？
- 12.格雷厄姆认为哪些质量因素应该在投资时进行考虑？
- 13.对于质量因素在投资过程中所占的位置，格雷厄姆持何观点？

- 14.格雷厄姆如何解释“不要亏损”的理念？
- 15.约翰·伯尔·威廉姆斯对“价值”的经典定义是什么？
- 16.格雷厄姆投资方法对于股市的两个假设是什么？
- 17.根据费雪的观点，长期而言，哪两类公司可以获得超越平均的成长？
- 18.费雪认为哪两个部分有利于公司的长期成长？
- 19.在投资一家公司之前，费雪会考虑除了销售成长之外的什么因素？
- 20.对于所谓“闲聊”的方式，费雪持有何种看法？
- 21.巴菲特与芒格的投资方式有何重大不同？
- 22.对于禧诗糖果的投资，可以看出巴菲特和芒格的投资风格有何不同？
- 23.巴菲特如何认识到格雷厄姆仅仅因价格便宜进行投资的不足？
- 24.尽管存在不足，人们依然应该从格雷厄姆的教诲中学习哪些投资的关键？
- 25.关于投资多元化的问题，巴菲特从费雪那里学到了什么？
- 26.格雷厄姆与费雪投资理念的最大区别在哪里？

27.根据作者的观点，巴菲特身上格雷厄姆和费雪的影响各占多大的比重？

## 答案

### 选择题

1.B。格雷厄姆与大卫·多德1934年合著了《证券分析》，1949年合著了《聪明的投资者》。

2.C。在《1933年证券法》和《1934年证券交易法》出台之前，上市公司信息披露是不充分的，有关上市公司的假消息甚至经常是误导性的，常被用于操纵股价。

3.A。《证券分析》一书的本质是阐明，一个建立在合理价格基础之上的、精挑细选的、多元化的普通股投资组合，可以是一个健康的投资。

4.D。格雷厄姆关于投资的定义是：投资是经过分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为。格雷厄姆关于本金安全的定义不是绝对的，但是投资应该在合理的情况下保持安全。

5.B。格雷厄姆指出，基于已有的原则和正常的逻辑，仔细研究可以获得的事实，以图得出结论。他进一步将分析分为以下三步：①描述。②批判。③选择。

6.C。1929~1932年道琼斯指数从97.70大跌至65.78，在此之前债券被认为是安全的投资。



7.B。在《证券分析》出版之前，几乎从来没有人做过股票投资的数量分析。通过建立公司估值的框架，格雷厄姆指出了一条股票长期投资的道路，使之不再仅仅是纯粹的基于股价的投机活动。

8.D。格雷厄姆认为1929年的股市崩溃源于以下三个原因：①交易所和经纪商操纵股价。经纪人每天被告知股价如何上下以及交易背后的故事。②融资炒股。当股价大幅下跌时，所激起的涟漪效应波及到了银行。③上述两个原因引发了失控的乐观情绪。

9.A。格雷厄姆提出了跨行业投资法相当于今天的指数基金投资法。

10.C。预测投资法更进一步可以分为格雷厄姆所谓的短线选择和成长股选择两类。在短线选择这类方法中，投资者寻求近期最可能赚钱的对象（通常6个月或1年）。

11.D。格雷厄姆建议以“安全边际”原则挑选股票。在这种方法中，对于公司未来成长充满信心的投资者如果将股票纳入组合，可以考虑以下两种情况：①在整个大势低迷期间买入股票（通常，这种情况发生在熊市，或类似的市场调整期）；②即便在大势并不处于低位的情况下，购买那些低于其内在价值的股票。无论哪种情况，安全边际都在考虑之中。

12.C。格雷厄姆认为投资者的精力最好专注于购买那些低于内在价值的股票上。仅仅被动地等待市场回调可能是令人沮丧的。此外，等待抄底这种做法，也是在预期市场的变动，实际上无人能够具有这种本领。

13.D。格雷厄姆相信安全边际原则可以运用于债券、优先股、普通股的投资。当运用于债券、优先股这些具有固定现金流入的对象时，该原则很容易理解。当运用于普通股投资时，需要在市场价格与内在价值之间留有合理的安全空间。

14.B。格雷厄姆承认，决定公司价值的最重要的因素是公司未来的盈利能力。简而言之，公司的内在价值取决于盈利的估算，乘以合适的贴现率。

15.B。格雷厄姆提出的内在价值是个难以捉摸的概念，无法具体量化。所以，确定一家公司的内在价值具体是多少并不重要，它可以是一个范围区间或大致的数。最后，他认为公司的内在价值有别于市场报价。

16.D。格雷厄姆承认对公司管理层的能力和公司的性质无法进行量化的考量，但投资者在投资中应该予以适当的权重。然而，他也指出，如果投资者在这上面花费过多的精力，将会提高失望的概率。

17.A。关于买入股票，格雷厄姆总结出若干方案，包括买入大跌之后的股票、位于历史地位的低市盈率股票。

18.C。为了挑选超级公司，费雪发明了一套“点”系统，用以根据企业和管理层的特点进行筛选。

19.A。销售团队应该具有有效展示和销售商品的能力。此外，费雪还认为，销售团队还应该将客户的反馈传递给研发部门。

20.D。类似杜邦、美国铝业这类公司，如果没有在研发方面的投入，就不可能获得长期的成功。费雪认为无论科技型企业还是非科技型企业，都应该注重研发，以提供更好的产品和更有效的服务。

21.D。费雪认为一家公司如果不能给股东带来回报，即便能够取得超过平均水平的营收增长，也不一定是一个好的投资对象。此外，费雪认为一家具有低成本优势的公司能够在经济萧条的环境中存活，并能战胜对手。

22.C。费雪最为欣赏的管理层是将企业视为自家产业的管理层，这样的管理层能全心全意为股东服务。除此之外，管理层应该对于公司的长短、好坏开诚布公。

23.D。费雪使用的闲聊调查方式令他尽可能与更多的人聊，他跟顾客聊，跟供应商聊，他去找那些前雇员、顾问、大学里的科研员、政府里的上班族、交易协会的执行者以及竞争对手。他有一个惊奇的发现：尽管人们不愿披露自家公司的内幕，但对于竞争对手情况的评论倒是毫不吝啬。

24.A。尽管两人有很多共同的理念，但巴菲特一直执着于格雷厄姆的方式，而芒格的风格更像费雪的方式。

25.B。伯克希尔以3倍的净资产价格购买了禧诗糖果，此举被认为超出了格雷厄姆所提倡的价值理念。这也是第一次伯克希尔基于质量而非价格数量的收购。

26.A。这些都是基于质量考量的投资案例，没有一个符合格雷厄姆的投资财务法则。

27.B。格雷厄姆关注公司的财务报表，并基于数量考虑估值进而决策投资与否。如果一家公司的价格比他认为的估值存在较大的折让，他会买入这家公司的股票。他不太会考虑公司所处的行业竞争环境。

28.B。长期以来，巴菲特采取的是费雪的方法，买入精心挑选的、为数有限的好公司，持有较长的时间。这类投资方法并不太符合格雷厄姆的严苛标准。这使得巴菲特的方法趋向于50%来自费雪、50%来自格雷厄姆。

## 问答题

1.格雷厄姆的名著《证券分析》一书经久不衰的意义部分在于出书时机，这本书在1929年大危机之后的几年问世。它试图帮助人们重拾财富，并朝着正确的方向前行。

2.1929年大危机给格雷厄姆造成的重大财务打击，这是他生命中第二次，第一次重大打击是他父亲过世的时候。他说，拥有太好的记忆力对他而言是个负担。

他生命中的两次重大财务打击使得他在选择投资方式上，更关注熊市中下跌时的保障，而不是牛市中上涨时的上升潜力。

3.在该书第1版中，作者关注了上市公司信息滥用问题。在《1933年证

券法》和《1934年证券交易法》出台之前，公司的信息披露是不足的，甚至经常是误导的。很多公司拒绝披露销售信息，而且资产的评估值也是可疑的。有关公司的假消息被用于操纵股价。

4.格雷厄姆关于投资的定义：“投资是经过深入分析，可以承诺本金安全并提供满意回报的行为。不能满足这些要求的就是投机。”

5.他将“深入分析”定义为：“基于已有的原则和正常的逻辑，仔细研究可以获得的事实，以图得出结论。”分为三步：①描述；②批判；③选择。

6.格雷厄姆认为投资必须考虑以下两个条件：本金安全和满意的回报。

但他提醒到安全不是绝对的，一个非常的、不可预见的事件可能导致债券也违约。人们要考虑的是在合理的情况下，投资应该是安全的。

在满意的回报中，“满意”具有主观性。他说回报可以是任何数字，无论多低，只要投资者行为明智且满足了投资的定义。

7.格雷厄姆的著作改变了人们对股票的认知，在他引入了买卖股票作为投资的方法之前，股票通常被认为是投机而不是投资。

8.格雷厄姆建议以“安全边际”来挑选股票。在这种方法中，对于公司未来成长充满信心的投资者如果将股票纳入组合，可以考虑以下两种情况：

(1) 在整个大势低迷期间买入股票 (通常, 这种情况发生在熊市, 或类似的市场调整期)。

(2) 即便在大势并不低迷的情况下, 购买那些低于其内在价值的股票。无论哪种情况, 安全边际都在考虑之中。

9. 试图趁大势低迷时买入, 这样做的难点在于, 它需要投资人去判断市场何时昂贵、何时便宜。投资人必须等待股市情况转好卖出, 或者等待熊市的终点买入。这个过程有多长并不确定, 会使人疲惫不堪, 最终弄巧成拙。

10. 如果一只股票的交易价格低于其内在价值, 就会存在“安全边际”。格雷厄姆给出了简洁的定义: 内在价值是“取决于事实的价值”, 这些事实包括公司资产、利润和分红、未来的明确前景。

格雷厄姆认为最为重要的因素是未来的盈利能力。这让他推导出一个简单的公式: 一家公司的内在价值取决于未来预期利润, 乘以合适的资本化系数。这个资本化系数或乘数, 受到公司利润的稳定性、资产、分红政策和财务健康状况的影响。

11. 格雷厄姆相信在以下三种情况下, 安全边际理论仍然能够成功运用:

(1) 稳定的证券类型, 例如债券和优先股。

(2) 在进行比较的分析中。

(3) 那些价格与内在价值差距巨大的股票。

12.格雷厄姆认为有一些不易计算但对决定公司内在价值非常重要的因素，其中的两个是管理层的能力和公司的性质。

13.格雷厄姆认为对于质量因素的乐观因素往往导致较高的乘数。从经验上讲，格雷厄姆知道当投资者的关注从有形资产转移到无形资产时，他们将有可能冒更大的险。而反过来，如果投资者基于公司的可测量的数量因素推算内在价值，那么那些向下的风险是有限的。固定资产、分红、当前和历史曾经的利润都是可测的，这些因素都是可用数字证明的，并且作为真实的经历可以用作参考。

14.格雷厄姆经常提到两个投资原则：一是不要亏损；二是不要忘记第一条。他将“不要亏损”的理念分为与安全边际有关的两个部分：①以低于公司净资产2/3的价格买入公司；②专注于低市盈率的股票。

第一种方法——以低于公司净资产2/3的价格买入公司——符合格雷厄姆的现实感觉并满足了他的数学期望。他不管公司的厂房、建筑、设备，减去所有长短期负债，剩下的只有流动资产。格雷厄姆认为，如果股价低于这个价值，这是个简单明了的投资方法。

15.约翰·伯尔·威廉姆斯在《投资价值理论》一书中的对于价值的定义是：任何投资的价值都是公司未来现金流的折现。

16.格雷厄姆的信念建立在一些特定的假设上。第一个假设，他认为由

于人们的贪婪和恐惧的情绪变化，使股票经常被错误标价。在贪婪之巅时，股价被推升至远超其内在价值，造成股价高于其内在价值的局面。反之，恐惧能推低股价，造成股价低于其内在价值的局面。

他的第二个假设是基于统计学上的“均值回归”理论，尽管他没有使用这个名词。无论是统计学还是诗歌，格雷厄姆相信投资者能从低效市场的修正力量中获利。

17.根据多年的观察，费雪相信有两类企业会显出超出平均的成长：  
①“幸运且能够”的企业；②“幸运因为能够”的企业。

“幸运且能够”的意思是，一家公司拥有强有力的管理层，并且遇到不错的外部环境。

“幸运因为能够”的意思是，一家公司能将其能力资本化，并创造出新的市场需求。

18.费雪认为一家公司的研发和销售这两个部门是公司长期成功的关键。为了在竞争中保持领先，公司应该投入研发。为了完成研发的努力，公司需要销售团队将产品销售出去。此外，一个优秀的营销团队能够感知客户的“购买习惯和消费变化”。

19.投资一家公司，仅市场潜力本身并不充分，费雪相信即便是一家具具有超越平均水平销售成长的公司，如果它不能为股东赚钱，也未必是一个合适的投资对象。



他认为“世界上并非所有的销售成长良好的公司都是好的投资对象，如果年复一年，其利润没有同步增长的话。”

20.费雪会考量公司的独特之处，将其与同行比较，看看有何不同。他试图发现线索以帮助理解一个企业相对于同业的优势。仅仅阅读财务报表是不足以做出投资判断的，谨慎投资的重要一步是，从熟悉公司的人那里尽可能多地发现信息。

费雪承认这种无所不包的调查方式就是所谓的“闲聊”方式，在今天，我们可能称之为打听小道消息。如果能运用得当，闲聊能获得大量有用的信息，帮助投资者发现极佳的投资对象。

21.巴菲特在当时毫不动摇地执行格雷厄姆的理念、寻找“烟头型”股票时，芒格渐渐倾向费雪的理念。在他心里，为一家伟大的公司支付公平的价格，胜过为一家平庸的公司支付伟大的价格。

22.伯克希尔买下禧诗糖果的投资案例，对于巴菲特而言，是第一次对于格雷厄姆投资理论的重大突破。芒格说服巴菲特买下禧诗糖果，认为这个交易看似高价格，实际上是笔好买卖。在此之前，格雷厄姆的理论认为只能以低于账面价值的价格买入。时间证明，芒格是对的。这是巴菲特思维变化的开始。

23.巴菲特开始意识到格雷厄姆“购买便宜股票”的策略有不足之处。如果因为表现不佳而估值低下，唯一的获利方式是买下公司，即刻清盘资产。但如果公司的基本面情况实在糟糕，清盘时间可能很长（或根本不可

能)，这会拖低回报率。

24.来自格雷厄姆最为重要的课就是：成功的投资来源于购买那些价格大大低于价值的股票。

25.从费雪那里，巴菲特学到了对于投资多元化不必过于盲目。他认为“让投资者将鸡蛋放在不同的篮子里能降低风险”的观点是错误的。买了太多股票的风险源于不可能看好每个篮子里的鸡蛋，投资者的风险来自在不了解的企业身上投入太多钱。以他的观点，在没有时间深入了解公司的情况下买入股票，所带来的风险更大。

26.格雷厄姆和费雪的不同是非常明显的。

格雷厄姆作为一个数量分析师，强调可测量的数值：固定资产、当前盈利以及分红。他的调查研究限于公司文件和年度报告，他不会花时间调查客户、竞争对手或管理层的情况。

费雪的方法与此不同，作为一个质量分析师，他强调那些他认为能提高公司价值的因素：公司前景、管理层的能力。

格雷厄姆兴趣仅仅在于购买便宜股票，费雪的兴趣在于购买那些长期而言，能有潜力提高内在价值的公司，他愿意竭尽全力，进行广泛的会谈，了解更多信息以改进挑选流程。

27.1969年，巴菲特曾经说：“我的方法15%来自费雪，85%来自格雷厄姆。”相隔多年以后，巴菲特渐渐但明显地转到费雪的理念上，选择并购买

数量有限的企业，并持有多多年。作者认为，如果今天巴菲特有机会再做一次表述，上述的比例可能是平分秋色，各占50%。

## 第3章 购买企业的12个坚定准则

### 选择题

1.下面的哪一项是巴菲特投资企业时最着重考虑的？

A.盈利增长

B.资本配置

C.成本控制

D.个人决策

2.巴菲特认为在公开的股票二级市场上购买少数股权的行为，具有如下哪些优势？

(1) 具有高度的透明度。

(2) 在公开市场上，有更多的投资选择。

(3) 他能在上市公司中谋得董事会席位。

(4) 股市能让他发现更多具有潜力的好价格。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (2) (4)

3.在投资决策过程中，巴菲特如何定位自己？

A.证券分析师

B.企业分析师

C.市场分析师

D.宏观经济分析师

4.如下哪些被认为是巴菲特在投资决策中的企业准则？

(1) 企业是否简单易懂？

(2) 企业是否领先对手？

(3) 企业是否具有持续的运营历史？

(4) 企业是否具有长期的良好前景？

A. (1) (2) (3)

B. (1) (2) (4)

C. (1) (3) (4)

D. (1) (2) (3) (4)

5.当巴菲特考虑投资时，他依据下列何种原因做决策？

A.市场理论

B.宏观经济周期

C.企业运营状况

D.行业趋势

6.巴菲特如何对于伯克希尔旗下的企业保持高度的了解？

A.他只投资于他懂的企业

B.他雇用了大量高智商的分析师

C.通过勤奋的工作

D.上述无一正确

7.对于重组类型的企业，巴菲特持有何种态度？

A.或许是个买入的好机会，因为股价可能有良好的安全边际

B.投资与否取决于商业计划投资

C.避免投资，因为在重组中具有发生失误的可能

D.投资与否取决于他对于重组计划的了解程度

8.如下哪些属于巴菲特提出的特许经营权？

(1) 一家能提供无可替代产品或服务的企业。

(2) 一家能提供人们需要或渴望其产品或服务的企业。

(3) 一家能提供无监管制约的产品或服务的企业。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

9.根据巴菲特的表述，一家平庸的企业通常具有什么特征？

A.经常在重组过程中

B.管理层糟糕

C.其产品与其他同业无法区别

D.上述所有特征

10.如下哪些属于巴菲特投资中的管理准则

(1) 是否理性？

(2) 是否坦诚？

(3) 能否抗拒惯性驱使？

(4) 管理层是否具有良好的从业业绩？

A. (1) (2) (4)

B. (1) (2) (3)

C. (1) (3) (4)

D. (1) (2) (3) (4)

11.管理层主要的目标是什么？

A.保持低成本

B.正确激励员工

C.提升股东价值

D.短期利润最大化

12.公司管理层所做的最为重要的决定是如何分配盈利。如下哪一个表



述符合巴菲特的意愿？

- A.如果可以迅速产生回报，盈利应该保留在公司里进行再投资
- B.如何处理公司盈利与公司所处的生命周期有关
- C.盈利应该分给股东
- D.盈利应该保留在公司内部，以便将来作为廉价资本使用

13.为了尊重一家公司产生的富余现金，如下哪个表述为富余现金提供的指南？

- A.如果富余现金留在公司内部进行再投资，可以产生超越平均水平的回报，公司就应该保留并进行再投资
- B.如果股东们要求相应地提高分红，管理层应该予以满足
- C.如果管理层担心未来盈利下降，富余现金应该被保留在公司内部以应付未来的成本
- D.上述所有选项均为处置富余现金的可考虑方案

14.如果一家公司能不断产生富余资金，但投资回报等于或低于平均。公司可以做出如下哪一个选择？

- (1) 它可以对问题视而不见，继续低效率地投资。

(2) 它可以购买成长。

(3) 它可以将资金还给股东。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

15. 为什么尽管投资回报率低于平均水平，管理层依然有可能用留存利润进行再投资？

A. 他们相信情况是暂时的

B. 他们更关心保住职位

C. 他们反对支付分红，或提高分红

D. 他们担心公司被收购

16. 对于一家公司通过并购以维持强劲增长，巴菲特持有什么看法？

A. 他持积极看法

B. 他持怀疑态度

C.只要购买的价格有折扣，他没有异议

D.上述均正确

17.对于将盈利还给股东的问题，管理层应该如何做？

(1) 开始发放或提高分红。

(2) 发放更多股份。

(3) 回购股份。

A. (1)

B. (1) (2)

C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

18.公司回购股份如何使股东受益？

(1) 这对于他们收到的分红有积极影响。

(2) 通过增加对于股票需求促升股价。

(3) 对股东利益有积极的影响。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

19. 每当公司公布财报后，那些具有财务知识的人们可以从中得到哪些答案？

A. 这家公司大约值多少钱

B. 这家公司未来的表现能符合未来预期的可能性

C. 公司管理层的工作表现如何

D. 所有上述均有

20. 对于误导公众的CEO们，巴菲特如何评价？

A. 他们应该被炒鱿鱼

B. 他们应该坐牢

C. 他们应该退还奖金

D. 他们最终在私下里也会误导自己

21. 什么是惯性驱使？

- A.管理层关心股东价值最大化
- B.期望管理层在公开场合开诚布公
- C.管理层模仿同行的倾向
- D.期望管理层持有长期的观点

22.下面的哪些因素令管理层宁愿并购新的企业，而不愿意进行内在的变革？

- (1) 大多数管理层不能控制自己的欲望。
- (2) 大多数管理层总是与同行比较他们的销售额、利润、管理层薪酬等。
- (3) 大多数管理层会自我高估。

- A. (1) (2)
- B. (2) (3)
- C. (1) (3)
- D. (1) (2) (3)

23.对于评估管理层和评估财务表现，巴菲特有何描述？

- A.管理层无法隐瞒自己，而财务报表可以粉饰

B.财务数据可以反映管理层的能力

C.评估管理层比评估财务数据还难

D.如果财务结果优良，巴菲特会对管理层深具信心

24.巴菲特认为从对于管理层的评估中能够获得什么？

A.可以感觉到多少成功因素可以归结于管理层

B.它能够提供最最终财务表现的早期信号

C.他可以参与并矫正错误

D.它能允许他取代管理层以避免失误的发生

25.对于一家公司以往的财务报表，巴菲特有何看法？

A.不值一提

B.通过阅读以往的财报，能够得知管理层对于当初的计划执行情况

C.巴菲特更相信当面询问管理层

D.上述无一正确

26.下列哪些属于巴菲特的财务准则？

(1) 关注净资产收益率，而不是每股盈利。

(2) 计算“股东盈余”。

(3) 寻找利润率高的企业。

(4) 公司留存的每一美元，都应该创造至少一美元的市场价值。

A. (1) (2) (4)

B. (1) (2) (3)

C. (1) (3) (4)

D. (1) (2) (3) (4)

27. 巴菲特看重哪些财务指标？

A. 相对于每股盈利，他更看重净资产收益率

B. 相对于净资产收益率，他更看重每股盈利

C. 对于净资产收益率和每股盈利，他都很看重

D. 他更看重营收的增长

28. 巴菲特认为对于经济管理绩效的基本测评是什么？

A. 每股盈利的持续增长

B. 管理层重视将资本归还股东

C.争取所动用资本的高回报率

D.专注于公司长期表现的管理

29.为了正确地使用净资产收益率这个指标，下面哪些调整会被运用？

(1) 持有股票的市价。

(2) 那些非经常性项目应该进行调整。

(3) 为了取得回报时所涉及的负债。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

30.巴菲特对于负债的态度如何？

A.他避免负债

B.当他预见有需要时，他愿意负债

C.等有需要时再借

D.上述情况皆有可能，他会视情况而定



31.下面哪类企业适合使用现金流方式进行估值？

(1) 房地产业。

(2) 制造业。

(3) 天然气开采。

(4) 广播电视电缆业务。

A. (1) (2) (3)

B. (1) (3) (4)

C. (2) (3) (4)

D. (1) (2) (3) (4)

32.巴菲特对于现金流分析方法有何评价？

A.它与每股现金流无关

B.它容易被管理层操纵

C.它并不适合所有类型的企业

D.它未涉及资本开支

33.巴菲特创造性地使用什么方法以替代现金流分析方法？

A.股东盈余

B.调整后的现金流

C.剔除非经常性项目后的盈利

D.营收减去成本

34.如果一家公司宣布削减成本的计划，巴菲特会如何看？

A.他会对管理层专注于成本削减感到欢欣鼓舞

B.他相信削减成本是一家公司转折点的标志

C.他对于管理层过去忽视削减成本而无法容忍

D.他认为削减成本计划并不足以削减开支

35.伯克希尔的税后成本是营运利润的\_\_\_\_\_？

A.小于1%

B.大约5%

C.5%~10%

D.大约10%

36.如果一家公司在后续的周期里，不能有效地利用留存盈余，市场将

会如何反应？

- A.要求返还资本
- B.期望公司未来能好好使用资本
- C.公司股价走低
- D.安全边际的价格基于手中的现金

37.下面哪些被认为是巴菲特的市场准则？

- (1) 什么是企业价值？
- (2) 企业前景如何？
- (3) 可否以较大的折扣价格买入？

- A. (1) (2)
- B. (1) (3)
- C. (2) (3)
- D. (1) (2) (3)

38.巴菲特认为如下哪一个是评估企业的最好指标？

- A.低市盈率

B.折扣净现金流

C.低市净率

D.过去和未来盈利的复合指标

39.巴菲特会使用与\_\_\_\_\_一样的数学方法评估企业？

A.评估债券

B.评估优先股

C.评估权益份额

D.评估未上市企业

40.巴菲特看重企业未来现金流的哪个方面？

A.短期的迅速成长，以及随之的长期维持性成长

B.短期无成长，但预期未来成长迅速

C.具有类似债券一样的固定收益票息

D.基于企业所处行业的预期现金流

41.是什么原因导致巴菲特不使用资本资产定价模型？

A.公式中的无风险利率的运用

B.这个公式太依赖于市场状况

C.这个公式中将波动性作为测量风险的手段

D.这个公式未能在过去的历史中得到证明

42.对于低利率环境，巴菲特做何反应？

A.他利用低利率的便宜资本收购企业

B.他在无风险利率上加上几个点，以便更为真实地反映利率环境

C.他大举负债以便在未来进行并购

D.上述所有选择都包括在内

43.巴菲特对于成长型投资和价值型投资的想法？

A.他更多的是一个价值型投资人

B.他更多的是一个成长型投资人

C.他认为二者最终会交汇在一起

D.他认为价值型投资适用于某些企业，而成长型适用于另一些企业

44.下面哪些可能是巴菲特在投资中犯错误的原因？

(1) 支付过高的价格。

(2) 未能合理地评估管理层。

(3) 错估公司的未来。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

45. 为什么安全边际对于巴菲特如此重要？

A. 它能抵御宏观经济事件

B. 它能弥补管理层的不足

C. 它能弥补内在价值的萎缩

D. 上述均正确

## 问答题

- 1.根据巴菲特的观点，相对于购买一部分股票，购买整个企业有何优势？
- 2.相对于购买整个企业，巴菲特认为在二级市场上购买股票有哪两个突出的优势？
- 3.巴菲特投资的四大类准则是什么？
- 4.描述一下“企业是否简单易懂”准则与巴菲特的关系。
- 5.描述一下“企业是否具有持续的经营历史”准则与巴菲特的关系。
- 6.描述一下“企业是否有良好的长期远景”准则与巴菲特的关系。
- 7.巴菲特如何看待“特许经营权”？
- 8.巴菲特如何看待“普通商品”？
- 9.在寻找潜在投资对象时，巴菲特会寻找具有什么特征的管理层？
- 10.描述一下“管理层是否理性”准则与巴菲特的关系。
- 11.当企业产生的现金多于其所需，而企业的投资回报等于或低于平均回报时，管理层有哪三个选择？

- 12.对于通过并购行为购买成长，巴菲特对其质疑的两个原因是什么？
- 13.如果一家公司产生大量现金，最佳的行为是什么？如何实施？
- 14.描述一下“管理层对股东是否坦诚”准则与巴菲特的关系。
- 15.巴菲特认为当一份财务报表公布后，其提供的数据应该让一个具有财务知识的人士可以回答哪三个问题？
- 16.评价人士注意到在“管理层对股东是否坦诚”这一点上，巴菲特与其他CEO有何不同？
- 17.对于在公众场合误导他人的CEO，巴菲特有何评价？
- 18.“惯性驱使”是什么意思？
- 19.公司管理层的惯性驱使行为会导致哪四种情况？
- 20.如此多的惯性驱使行为发生的背后原因是什么？
- 21.管理层进行并购的三个因素是什么？
- 22.即便是主观而言，对管理层进行评估的主要原因是什么？
- 23.巴菲特对于管理层评估提供了哪些建议？
- 24.为什么巴菲特认为每股盈利是个烟雾弹？
- 25.当分析企业时，巴菲特在衡量净资产回报率时做了哪些调整？



- 26.总结一下巴菲特对于负债的观点。
- 27.当评估一家企业时，巴菲特在什么情况下认为使用现金流评估是个合适的方式？
- 28.巴菲特指出使用现金流评估的缺点是什么？
- 29.什么是“股东盈余”？
- 30.巴菲特认为盈利的关键是什么？
- 31.巴菲特如何运用“一美元”原则？
- 32.对于在二级市场公开交易的股票，价格与价值的区别在哪里？
- 33.理性投资决策的两个要素是什么？
- 34.巴菲特如何使用数据评估一家公司？
- 35.在评估一家公司时，巴菲特使用什么样的折扣率？
- 36.当评估一家公司时，巴菲特为何忽略资产风险溢价？
- 37.对于价值投资和成长投资这两种方式，巴菲特有何评价？
- 38.当一个错误发生时，巴菲特会归因为哪三个可能的原因？
- 39.在具有安全边际的情况下，巴菲特会通过哪两种途径受益？

40.巴菲特如何定义聪明的投资人？

# 答案

## 选择题

1.B。相对于持有一家公司的少数股权，巴菲特更倾向于买下整个公司，因为如果拥有整个公司，他就可以在他认为最重要的事情上施加影响，这个最重要的事就是：资本配置。

2.D。购买少数股权而不是拥有整个公司，这样做的不利之处被另外两个优势所冲抵。

第一，股市的容量极大，如果选择购买少数股权的方式投资，能发现更多投资机会。

第二，股市的情绪化波动会提供更多的价格折扣机会。

3.B。当巴菲特评估一项投资时，他通常从一个企业家的角色出发。

4.C。巴菲特之道的企业准则有三个：是否简单易懂、是否具有持续的运营历史、是否具有长期的长期前景。

5.C。巴菲特在做投资决策时，不会考虑市场理论、宏观经济周期或行业趋势，他只关注企业本身的运营状况。

6.A。巴菲特对于旗下的各个公司的运营了如指掌，因为他有意选择那

些在他财务和知识范围内可以理解的企业。 [1]

7.C。对于陷入困境的企业或基本面有重大改变的企业，巴菲特会回避，因为它们之前的商业规划未能成功。他认为处于变化中的企业提高了失误的概率。

8.D。根据巴菲特的表述，整个企业界可以被分为两个部分：一小部分的伟大企业（他称为特许经营权）和绝大部分的平庸企业。作为具有特许经营权的企业，这样企业的产品或服务应该是：被需要、被渴望、无可替代以及没有监管的。

9.C。巴菲特认为一家糟糕的企业提供的产品无法最终与其竞争对手的产品进行有效区分，属于大众商品。

10.B。巴菲特之道中有三个管理准则：管理层是否理性？对股东是否坦诚？能否抗拒惯性驱使？

11.C。巴菲特希望管理层能像公司所有者一样考虑行事，这意味着，管理层要时刻牢记公司的主要目标是提升股东价值。

12.B。如何分配公司盈利的问题应该与公司所处的生命周期的阶段有关。在起步阶段，一家公司为了研发产品和市场推广，常常是亏损的。在接下来的成长阶段，公司开始有盈利。但迅速成长需要资金，此时公司会保留所有盈利，甚至需要借钱，用于快速发展。在其后的成熟和衰退阶段，公司会产生超出其运营所需的大量现金，这时最好的选择是将现金分

给股东。

13.A。如果富余的现金被保留在公司内，可以产生超过平均水平的投资回报，公司就应该保留并进行再投资。将盈利保留在公司内，仅仅是为了减少资本的成本是非理性的。

14.D。一家不断产生富余现金，但投资效率平平或低效的公司，有以下三个选择：①它可以对此视而不见，继续低效投资；②它可以购买成长；③它可以将现金还给股东。这种抉择的关口，正是巴菲特考察管理层理性与否的关键。

15.A。一般而言，管理层在即便投资回报率低于平均水平的情况下，依然继续进行再投资，因为他们会认为情况是暂时的。他们通常会相信，运用管理技艺，他们能改进公司的盈利能力。

16.B。宣布一个并购计划具有振奋股东、阻遏公司袭击者的作用，然而，巴菲特对于购买来的增长持有怀疑态度。此外，这种收购通常价格高昂，而整合一家新公司增加了管理层犯错的机会。

17.B。提高股东价值通过以下两个途径：分红、回购股份。

分红越多，股东就会收到越多的现金去寻求回报更高的投资。

股份的回购，不仅让股东收到资金，而且可以起到促升股价的作用，因为这是间接地将资本金还给股东的方式。

18.B。管理层在市场上积极买入公司股票这种行为证明他们将股东的最大利益放在心中，而不是盲目地进行公司扩张。通过公司回购行为，股东通过以下两个方面受益：通过一级市场的购买；通过对于股价的积极影响。

19.D。关于财报，巴菲特说：“财报应该包括有关GAAP、非GAAP或额外GAAP的数据，这些能帮助那些具有财务知识的人回答以下三个问题：①公司大约价值几何；②公司未来表现符合预期的可能性；③公司管理层干得如何。”

20.D。巴菲特说：“那些误导公众的CEO终将误导自己。”因为这个原因，巴菲特特别强调来自管理层的坦诚。

21.C。巴菲特认为“惯性驱使”是一种看不见的力量，使得公司管理层像旅鼠一般盲目模仿他人的行为，无论多么愚蠢和非理性。他说，当惯性驱使开始上演时，理性经常会枯萎。

22.D。当被问及为何管理层通常宁愿向外进行并购新企业，也不愿意直面发生的问题时，巴菲特指出了三个最能影响管理层的因素：

（1）大多数管理层不能控制自己的欲望，这种多动症在企业并购中经常会见到。

（2）大多数管理层总是与同行甚至非同行，比较他们的营业收入、盈利、管理层报酬等。

(3) 大多数管理层会高估自己，不自量力。

23.C。巴菲特认为从三个维度——理性、坦诚、独立思考来评断管理层，这样的难度甚于对于财务数据的评估。人比数字要复杂得多。

24.B。巴菲特认为花时间进行管理层评估，能够得到最终财务表现的早期信号。如果你能仔细观察管理层的言行，你将会在公司财报出来之前或新闻报纸财经版报道之前，发现有利的线索帮助你判断团队质量。

25.B。巴菲特认为花时间阅读公司以往数年的财报非常有益，尤其是当年管理层对于未来的规划。然后，将其与后续的现实进行对照，看看有多少规划变为现实。同时，也将几年前的公司战略与想法与现实进行比较，看看有哪些变化。

26.D。巴菲特投资的财务准则包括以下四个方面：关注净资产收益率，而不是每股盈利；计算股东盈余；需要寻找具有高利润率的企业；“一美元”原则，即公司留存的每一美元，都应该创造至少一美元的市场价值。

27.A。巴菲特曾说：每股盈利就像一个香烟的过滤嘴。对于衡量一家公司的年度表现，他更看重净资产收益率——运营盈利除以股东净资产的比率。

28.C。巴菲特认为对于经济管理绩效的基本测评，是管理层为了争取高回报所动用的资本。测试这个指标应该考虑在不使用财务杠杆或其他技巧的情况下进行。他对于每股的持续盈利不是特别感兴趣。

29.B。所有持有的股票都应该以买入成本计算，而不是每天股市的波动价格。巴菲特认为股市的波动对股东净资产的回报会产生很大的影响，投资者应该调整那些非经常性项目的影响，例如资本利得或利损可以提升或降低盈利。

最后，巴菲特认为一家好企业应该能在没有或少有负债的情况下，也能取得良好的回报。

30.B。巴菲特说如果在遇到有收购机会的时候，正好能找到合适的资金，这当然是再理想不过的了。他会未雨绸缪地安排负债，而不是等到急需时临时抱佛脚。

31.B。对于前期投资大而后期投资小的行业，现金流分析是一个好的估值方法。房地产业、天然气开采业、广播电视电缆公司等都适合使用这类方法进行估值。但制造业类的企业由于要求不断地进行资本投入，所以不适合使用现金流方法估值。

32.D。现金流习惯上被定义为税后净利润，加上折旧、损耗、摊销，以及其他非现金费用。这个定义的问题在于，它漏掉了资本支出。巴菲特想知道的是，为了维持盈利，一家公司需要花费多少在设备更新、工厂升级以及其他升级换代上以维持其竞争优势。

33.A。相对于现金流分析方式，巴菲特更喜欢用“股东盈余”这个指标，它是一家公司的净利润加上折旧、损耗、摊销，减去资本支出和其他必需的运营资本。



34.C。对于放任成本上升的管理层，巴菲特毫无耐心。通常这类管理层会有意将成本与销售的上升保持一致。每次，当公司宣布削减成本的计划时，巴菲特就会知道公司的管理层并没有搞清楚如何从股东利益出发，看待成本问题。

巴菲特说：“真正优秀的经理人不会在早上醒来说：我今天要削减成本。就像他醒来后不需要专门想着需要进行呼吸一样。”

35.A。伯克希尔的税后成本少于营运利润的1%。大多数同等规模公司的这个指标比此高出10倍。

36.C。巴菲特认为，长期而言，二级市场的股票将会很好地反映企业价值。他也相信，如果一家公司长期不能有效使用留存的利润，那么最终公司股票的价格会走低。

37.B。巴菲特的市场准则包括两个要素：①什么是企业价值？②相对于企业价值，能否以较大的折扣价格买入？

38.B。巴菲特认为一家企业的价值取决于，其存续期间预期所产生的净现金流，按照合适的利率进行贴现。

39.A。巴菲特认为对于现金流贴现的评估方式非常类似债券评估。债券具有利息和到期日，可以确定未来的现金流。确定一家企业价值几何，分析者可以通过企业产生的现金流进行评估。

40.C。对于现金流的预期反映了巴菲特对于一家企业具有简单易懂经营特性的期许。这类企业具有可持续的盈利能力，这样巴菲特就能够对企业未来现金流的判断具有高度的确定性。

41.C。资本资产定价模型用回报的波动性作为衡量风险的手段。巴菲特不这么认为，他将波动幅度加上无风险利率，作为测算未来盈利的贴现率。

42.B。当无风险利率异常偏低时，巴菲特会很谨慎，并会在无风险利率上再加几个点以反映更为真实的利率环境。

43.C。巴菲特认为成长型投资人和价值型投资人实际上最终会交汇在一起，殊途同归。所谓价值是未来的现金流的贴现。因此，所谓成长是决定价值的计算。

44.D。如果一项投资能够成功，巴菲特认为他必须以理性的价格买入，并且标的公司如预期般顺利发展。如果伯克希尔犯错，其原因或是买入的价格过高，或是标的公司管理层出问题，或是公司的未来发展出问题。

45.D。买入价格和公司内在价值之间的安全边际，在遭遇公司内在价值萎缩时，起着缓冲垫的作用。例如巴菲特以内在价值25%的折扣买入一家公司，然后，其内在价值下滑10%，那么他之前的买入价依然能够有足够的回报。

## 问答题

1.巴菲特认为，购买整个企业与在股市二级市场上购买一部分股票，并无本质区别。然而，他倾向于购买整个企业，因为这样他可以在该公司的资本配置工作上发挥影响。

2.巴菲特认为通过二级市场购买股票有以下两个优势：一是股市市场容量巨大，相较于整体收购，有更多的潜在购买机会；二是由于股市具有周期性、非理性特性，提供了更多的发现折扣价的机会。

3.四大类准则包括：

（1）企业准则。

（2）管理准则。

（3）财务准则。

（4）市场准则。

4.巴菲特所理解的公司应具有简单易懂的特点，包括企业的各个方面，例如营业收入、成本、现金流、劳资关系、价格弹性、资本配置需求。他将会在能够理解的范围内进行选择。

5.对于面临困境的企业或因为之前业务失利而转型的企业，巴菲特会回避。他总结道：“艰难的转型通常不会与优异的回报同时出现。”而对一家具有持续运营历史的企业，可以从其过去的历史轨迹进行合理的未来推

算。

6.吸引巴菲特的企业一定具有一些超出其对手的特质，这种特质应该具有延续性。巴菲特对此的表述是，这样的企业就像有护城河保护的城堡，使其免于对手的攻击。巴菲特也将这样伟大的企业称为特许经营权。他喜欢能产生高资本回报的企业，并希望这种高回报能够持续。

7.巴菲特使用“特许经营权”一词来形容伟大的企业。为了符合这一要求，一家企业应该可以提供人们需要或渴望的、无可替代的产品或服务。

8.普通商品型企业具有低回报的特点，而且在发展的道路上会麻烦不断。这类企业的产品没有区别性特征，所以只能靠杀低价格作为竞争手段。

9.那种从股东角度出发行事的管理层最能吸引巴菲特的关注，这样的管理层能像公司的主人一样着眼于公司的主要目标，并致力于提升股东价值。

10.理性表现在公司资本的配置上。巴菲特认为如何配置公司资产是管理层最为重要的任务。他认为长期而言，合适的资产配置方法将决定股东的价值。公司所产生的盈利通常有两种处理方式：一是投入再经营；二是归还给股东。

11.三个选择是：①视而不见，继续进行低效投资；②对外购买成长；③将资金还给股东。

12.第一，向外购买成长经常付出过高的代价。第二，在并购完成后，管理层需要对新企业进行整合，而这提高了犯错的概率，增加了股东成本。

13.如果产生的现金多于公司发展所需，最好的办法是将其还给股东。将现金还给股东的方法有以下两种：提高分红、回购股份。

14.坦诚的管理是在分享成功的同时也承认错误，无论发生多少事情，无论好坏，管理层都能坦诚面对股东。巴菲特对于那些有勇气公开承认失败的管理者赞誉有加，他认为很多管理者更多的是报喜不报忧，坦诚不足。

15.无论采用哪种格式，巴菲特认为财务报表所提供的数据应该能够让一个具有财务知识的人士回答以下三个问题：①公司大致估值多少；②实现未来目标的可能性如何；③公司管理层的成绩如何。

16.分析人士指出，由于巴菲特持有伯克希尔公司大量股票，身为公司大股东，他不用担心因犯错而被解雇的问题。尽管如此，巴菲特依然通过塑造坦诚，创造了一种新的管理方式。

17.巴菲特说：“那些对外在公开场合能误导他人的CEO，最终对内也会误导自己。”

18.惯性驱使是指公司管理层像旅鼠一样没有头脑地模仿他人的行为。这种模仿在即便看起来愚蠢的情况下，也可能发生。巴菲特认为当惯性驱

使占据上风时，管理层会丧失理性。

19. (1) 公司拒绝改变当前的发展方向。

(2) 闲不住，扩张仅仅为了填满时间，通过新项目或并购消耗手中的现金。

(3) 任何领导者扩张的渴望，无论其多么愚蠢，其下属都会逢迎拍马，准备好新项目的可行性报告。

(4) 模仿同行的行为。同行是否扩张、收购、制订管理层薪酬计划等，都会引起没头脑的模仿。

20. 归根结底，还是人性使然，因为管理层不希望看起来比其他人愚蠢。

21. (1) 大多数管理层无法控制自己的欲望，这种多动症往往以并购作为宣泄口。

(2) 很多管理层不停地将他们的公司经营收入、盈利、报酬等指标与业内其他公司甚至不同行业的公司进行比较，这导致企业多动症。

(3) 大多数管理层往往高估自己的能力。

22. 花时间进行管理层评估的原因，是它能在最终的财务表现显现之前产生早期的预警信号。如果你能仔细观察管理团队的言行，你将会发现有助于判断管理团队价值的线索，而无须等到最终的财务报告出来。

23.巴菲特建议一个潜在的投资者应该回顾公司过去数年的财报，并仔细阅读管理层曾经对于公司未来计划的描述，并将其与之后的公司发展现状相比较，看看有多少曾经的规划变为现实。同时将公司先前的战略规划与当前的规划相比较，看看管理层的想法有哪些变化。

巴菲特还建议将其与同行其他公司进行比较，从中评估公司的相对表现。

24.大多数公司会将年度盈利的一部分留存下来，这样加强了公司的净资产基础。巴菲特认为如果一家公司每股盈利增长10%，而同时公司盈利增长10%，这没有什么特别的。这就像将钱存到银行之后，有了利息再存入，然后利滚利一样。

25.当分析企业时，巴菲特更倾向于使用净资产收益率，而不是每股盈利。他将所持有的证券以成本计算而不是以市价计算，因为股市大盘的起落可能对于股东权益有重大的影响。例如，股市在某个年度大涨特涨，所持有股票的市值就会增大很多，这种分母的增大会弱化公司的运营表现。

他对于非经常性项目也进行调整，排除资本损益以及那些提高或降低运营盈利的非经常性项目。这样，就可以清楚地知道企业运营的真实回报。

最后，他认为企业应该在没有或少有负债的情况下，有良好的净资产回报。

26.巴菲特喜欢借钱为未来的投资机会出现做准备，因为他注意到投资机会的出现，与资金的准备妥当与否并非同时出现。当资金便宜（即利息低）时，可能资产价格高升；而资金紧、利息高的时候，资产价格确实走低。所以，应该未雨绸缪。

27.对于评估那些初期需要大量投资而后期支出较少的企业类型，现金流是个合适的评估方法，例如房地产开发、天然气田、电缆电报公司等。

28.企业的现金流通常被定义为税后利润，加上折旧、损耗、摊销以及其他非现金费用。但巴菲特指出，这个定义的缺点在于，它遗漏了资本支出这一项目。他认为一些企业为了维持竞争优势，必须不断进行资本再投入。

29.一家公司的股东盈余是其净利润，加上折旧、损耗、摊销，减去资本支出和其他必需的运营资本。

30.巴菲特认为盈利的关键在于成本控制。那些习惯于高成本运作的经理人会不断发现增加开销的方法，而那些致力于低成本运作的经理人总能发现节俭之道。

31.巴菲特认为一家企业的主要目标是增加股东价值，他期待一家企业留存的每一美元利润最终都能创造至少一美元的市场价值。

32.二级市场上的股票价格取决于股市参与者。而公司价值取决于公司业务状况、管理水平、财务特征等因素的综合分析。



33. (1) 投资的对象价值几何？

(2) 能否以折扣价格买到投资标的？

34. 使用数学方法评估一家公司与评估债券的方法很像。如果你将债券的所有票息加起来除以合适的折扣率，就应该能得出债券的价格。在评估一家公司时，分析者应该先估计出该公司未来所能产生的收益（股东盈余现金流），然后，除以贴现率，得到现值。

35. 巴菲特通常使用美国长期国债的利率。

36. 巴菲特摒弃权益风险溢价是因为它是资本资产定价模型中的一个术语，它用市场的波动性来衡量风险。巴菲特认为用价格的波动来衡量风险毫无意义。

37. 巴菲特认为实际上价值型投资和成长型投资在某个点上会交汇在一起，实际上是殊途同归。价值型投资是将未来的现金流折为现值，成长型投资只是确定价值的计算方式。

38. 当错误发生时，巴菲特会归因为：①支付的价格；②合作的管理层；③企业未来的前景。其中第三个原因最为常见。

39. 安全边际原则的运用保护巴菲特，使之免于下跌的风险。如果一家公司的价格仅仅略微高于其价值，他不会出手，因为出手的话，哪怕内在价值稍有下跌，股价便可能低于其购买价。安全边际原则还提供了获取超级回报的机会。

40.巴菲特认为一个不了解公司运营的人就不应该买股票。公司的运营情况包括：产品和服务、存货、运营资本需求、再投资资本需求，例如工厂、设备、原材料成本以及劳工关系。

格雷厄姆曾言：“从生意角度出发的投资才是最聪明的。”巴菲特认为这是对于投资最好的描述。

[1] 这让人想起中国的一个成语：胜于易胜。——译者注

## 第4章 普通股投资9个案例

### 选择题

1.对于华尔街的名言“懂得止盈的人是不会破产的”这句话，巴菲特是如何认为的？

- A.他认为这是投资成功的金句
- B.他认为这是愚蠢的
- C.如果安全边际消失了，他才会相信这个
- D.上述选项，无一正确

2.1971年凯瑟琳·格雷厄姆将华盛顿邮报公司上市，她这样做的主要原因是：

（1）为了让伯克希尔有机会在公开市场上购买华盛顿邮报公司的股份。

（2）为了缓解自己维持股份流转的市场负担。

（3）为了让格雷厄姆家族成员规划他们的财产安排。

- A.（1）（2）

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

3. 以下哪个是巴菲特比较喜欢的持股期限？

A. 5年

B. 10年

C. 25年

D. 永远

4. 当凯瑟琳·格雷厄姆注意到巴菲特对于华盛顿邮报公司感兴趣时，她的反应是什么？巴菲特对此有何反馈？

A. 她选择回购股份，而巴菲特加紧了买入更多股票

B. 她表示出一个家族外人购买如此股份的担心，而巴菲特将其表决权授予她儿子代理

C. 她让巴菲特购买公司全部股份，而巴菲特表示他仅仅打算购买一部分

D. 她请巴菲特将《华盛顿邮报》与《纽约客》合并，巴菲特表示这样

## 做没有协同效应

5.巴菲特最终在华盛顿邮报公司中扮演了一个什么样的角色？

- A.董事会主席
- B.首席运营官
- C.董事会财务委员会主席
- D.董事会总裁

6.与传统的报纸所有者相比，巴菲特对于报业有何不同的观点？

- A.他相信衡量一份报纸成功的指标是利润，而不是影响力
- B.他相信如果一份报纸具有影响力，就一定具有盈利能力
- C.他相信报业是能发挥媒体其他特质的优秀业态
- D.他相信一份报纸的主要目标是销售广告

7.对于平庸的报纸，巴菲特持什么态度？

- A.应该被高质量的报纸合并
- B.应该被关闭，以使高质量的报纸能够获得更多的广告
- C.如果没有强有力的竞争对手，这些平庸的报纸也能成为好企业

D.如果能重组，这些平庸的报纸也能成为好企业

8.关于资本支出，报业有何特别之处？

A.长期而言，巴菲特认为资本支出应该等于折旧和摊销

B.资本支出总是小于折旧和摊销

C.资本支出总是大于折旧和摊销

D.巴菲特认为报业有机会减少资本支出。

9.当巴菲特开始买入华盛顿邮报公司的股票时，整个股市正处于熊市阶段。这对于下列哪个因素有影响？

A.净资产收益率

B.以有吸引力的价格购买

C.理性

D.边际利润

10.凯瑟琳·格雷厄姆在20世纪70年代中期与工会谈判中采取了强硬的立场，这影响了下列哪个因素？

A.理性

B.一美元原则

C.净资产收益率

D.边际利润

11.为什么在20世纪90年代早期，巴菲特说报纸比特许经营更像一桩生意？

A.广告商通过其他媒体接触受众

B.报纸内容品质显著下降

C.报纸最终注重追求利润，而不是新闻质量

D.巴菲特从来没有说过报纸变得更像一桩生意

12.20世纪60年代，盖可保险公司做的什么决策导致其价值损失巨大？

A.公司超额赔付

B.公司成本飙升

C.公司拨备不足

D.公司投资糟糕

13.1973年，盖可保险公司做了哪些改变以试图促进利润增长？

A.提高价格

B.降低核保标准

C.增加广告

D.采用更为激进的投资方式

14.至少从表面上看，伯克希尔购买盖可保险公司的股票似乎违背了哪一条投资准则？

A.直率

B.理性

C.持续运营的历史。

D.一美元原则。

15.盖可保险公司身处保险业，很多人认为公司应该将业务延伸至大宗商品业务。巴菲特因为如下原因没有反对：

（1）他认为如果具有成本优势，大宗商品业务有利可图。

（2）他认为在大宗商品业务中，管理层具有优势。

（3）他认为大公司在大宗商品业务中具有成本优势。

A.（1）（2）

B.（1）（3）



C. (2) (3)

D. (1) (2) (3)

16. 约翰·伯恩采取了什么步骤重塑盖可保险公司，使其重返盈利轨道？

(1) 他关闭了100个办公室。

(2) 他将人员从7000缩减到4000。

(3) 他采取措施简化规章制度。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

17. 1983年，盖可保险公司在继续投资不合算的情况下，实施股份回购计划以及提高分红。这样做反映了哪个准则？

A. 利润准则

B. 净资产收益率准则

C. 理性准则

D.一美元准则

18.以盖可保险公司为例的保险公司，如下哪一个是衡量盈利能力的最好指标？

A.每股盈利

B.损失准备

C.税前利润率

D.每股营收

19.描述一下伯克希尔第一次投资大都会公司的情况。

A.购买的是可转换优先股

B.是一项短期投资，不久就获利了结

C.它有违巴菲特的一些投资准则

D.这是巴菲特首次做出的与媒体有关的投资

20.1985年伯克希尔投资大都会公司有何独特之处？

A.这是两个媒体巨头合并的一部分

B.这是伯克希尔首次购买一家公众公司并将其私有化

C.这是伯克希尔首次使用杠杆收购

D.这是伯克希尔首次收到特定对象增发的优先股

21.ABC公司从1975~1984年，平均净资产收益率为17%，净资产负责率为21%。同期，大都会公司的平均净资产收益率为19%，净资产负债率为20%。考虑这些因素，显示了什么准则？

A.良好的长期前景

B.持续的经营历史

C.惯性驱使

D.简单易懂

22.一般而言，类似大都会公司这样的广播公司都会具有超越平均的资本回报率，以及产生多于自身运营需要的大量现金。这个特点符合下列哪个准则？

A.良好的长期前景

B.持续的经营历史

C.惯性驱使

D.简单易懂

23.谈到伯克希尔对大都会的投资，为什么巴菲特说“这笔交易，格雷厄姆听了也会鼓掌叫好的”？

- A.管理层不成熟
- B.格雷厄姆看不惯这类合并
- C.格雷厄姆会避开媒体公司
- D.安全边际不够宽

24.在大都会的这项投资中，为什么巴菲特接受了一个较低的安全边际？

- A.他对于管理层极具信心
- B.他持有的可转换股有很高的分红
- C.他看到了大都会公司与华盛顿邮报公司的协同效应
- D.他感觉投资好于持有现金

25.尽管有巨额的现金在握，下面哪个能描述大都会公司对待并购的态度？

- A.确定价值
- B.净资产回报率

C.抗拒惯性驱使

D.一美元准则

26.20世纪80年代末期，大都会公司回购了大量公司股份，这代表了下面哪个准则？

A.确定价值

B.理性

C.净资产回报率

D.一美元原则

26.1993年，巴菲特为什么选择通过荷兰式拍卖方式卖出了100万股大都会股票？

A.伯克希尔公司能够重新部署资本而不影响大都会公司的股价

B.伯克希尔看出广告商媒体模式开始日渐式微

C.伯克希尔希望购买更多的保险公司股票

D.伯克希尔希望给股东支付特别股息

28.下面的哪些陈述贴切地描述了伯克希尔在1989年对可口可乐的投资？

(1) 这是伯克希尔首次购买上市公司的股票。

(2) 这是当时伯克希尔有史以来最大的投资。

(3) 这个案例从表面上看起来，巴菲特抛弃了价值投资方法。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

29. 可口可乐具有很长的经营历史，是什么契机令巴菲特买入？

A. 他发现了安全边际

B. 他对新的管理班子带来的变化印象深刻

C. 当时可口可乐的股价相对于整个市场便宜

D. 他有多余的现金必须花出去

30. 可口可乐总裁古兹维塔与他的前任相比，在管理上体现出以下哪些特征？

(1) 高利润率。

(2) 净资产回报率。

(3) 坦率管理。

(4) 理性管理。

A. (1) (2) (3)

B. (2) (3) (4)

C. (1) (3) (4)

D. (1) (2) (3) (4)

31. 在前任总裁保罗·奥斯汀的领导下，以下哪些准则被公然违反？

A. 持续的经营历史

B. 良好的长期前景

C. 简单易懂

D. 抗拒惯性驱使

32. 巴菲特如何确定其他市场人士没有发觉的可口可乐的价值？

A. 他认为股市被低估

B. 他认为被可口可乐剥离的非相关业务具有价值

C.他看到公司持续增长的盈利使得股价溢价于市场

D.他相信预计的低利率将增加可口可乐的股票价值

33.1990年，通用动力公司的销售额为100亿美元，1993年其销售额下降到35亿美元，在此期间，通用动力的股价表现如何？

A.下跌一半

B.基本没变

C.上升1倍

D.上升7倍

34.1991年，通用动力公司对于整个军工产业进行了分析研究，研究表明，在军工企业对非军工企业进行并购的行为中，有80%是失败的，而且整个军工行业产能过剩。对此，通用动力公司的管理层根据哪个准则采取了相应措施？

A.净资产回报率

B.惯性驱使

C.持续的经营前景

D.简单易懂



35.为什么在通用动力公司并不符合巴菲特财务准则的情况下，巴菲特依然投资了它？

- A.巴菲特对管理层极具信心
- B.巴菲特认为军工行业将会反弹
- C.巴菲特将此次投资视为一次对冲交易
- D.通用动力公司恰好符合财务准则

36.什么原因促使巴菲特决定成为通用动力的长期投资者？

- A.巴菲特认为投资国防工业是出于爱国心
- B.巴菲特对新管理层印象深刻
- C.公司从一开始就融汇了巴菲特的各种理念
- D.由于荷兰式拍卖方式，巴菲特无法卖出股票

37.当伯克希尔买富国银行的股票时，为什么有很多的争议？

- A.伯克希尔在此之前从未买过银行股
- B.富国银行正脱离破产保护
- C.加州经济不景气

D.上述所有原因

38.按照巴菲特的说法，为什么大多数银行会失败？

A.管理层的糟糕决策

B.经济的牺牲品

C.不合理的政府管制

D.欺诈

39.如果管理层精明强干、行事正确，巴菲特期望得到怎样的回报？

A.5%

B.10%

C.15%

D.20%

40.在买入富国银行数月之后，巴菲特的持股达到盈亏平衡点。此时，巴菲特说了什么？

A.他高估了管理层的能力

B.他低估了加州经济衰退的程度

C.他对富国银行的估值发生了错误

D.他没有注意到富国银行发生的交易损失

41.富国银行的管理层做出了什么决策，令股价短期受压？

A.银行宣布了一个重整计划

B.银行宣布继续在加州扩张信贷

C.银行宣布为呆坏账每季度提取拨备，而不是一次性提取

D.银行太专注于成本控制，而不是提升营收

42.在伯克希尔投资富国银行的最近财务年度，富国银行盈利6亿美元。假设富国银行未来每年都维持这个盈利水平，不增不减，基于9%的贴现率，该公司大约估值多少？

A.5.4亿美元

B.6亿美元

C.54亿美元

D.66亿美元

43.美国运通公司的哪个部门最符合“持续的经营历史”这个准则？

A.旅行相关服务

B.金融顾问

C.运通银行业务

D.上述所有选择

44.下面哪个选项表明美国运通公司卷入了惯性驱使？

A.持续提高分红

B.对于旅行相关服务业务的再投资

C.收购希尔森·雷曼公司

D.宣布股份回购计划

45.1992年，哈维·戈卢布接任美国运通公司CEO，他做了哪些事情反映了理性准则？

(1) 重振美国运通公司品牌价值。

(2) 通过IPO将第一数据公司剥离。

(3) 剥离希尔森·雷曼公司。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

46. 在投资IBM之前，为何巴菲特一直避免投资于高科技公司？

A. 他不懂这个行业

B. 高科技行业很少有特许经营权

C. 高科技公司很少有安全边际

D. 上述所有选项均不正确

47. 下列哪一个关于IBM的因素是吸引巴菲特投资的原因？

A. IBM在PC行业的硬件创新

B. IBM规模效益所显示出的竞争优势

C. IBM的财务管理

D. 上述所有选项均正确

48. 1999~2012年，为何IBM的股价表现会胜出思科、英特尔、微软等同行？

A. 通过战略购并

B.通过减少股本

C.因为在20世纪90年代表现不佳

D.上述所有选项均正确

49.当伯克希尔投资一家正在回购股份的公司时，巴菲特希望公司怎样做？

(1) 回购以荷兰式拍卖方式进行。

(2) 公司在相对长的时间内，盈利能有节奏地上升。

(3) 该公司的股价长期低于市场表现。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

50.巴菲特在IBM发现了什么竞争优势，令他觉得IBM具有特许经营权？

A. IBM在硬件领域的创新

B. IBM具有规模效应

C.进入21世纪时期，直接竞争对手的减少

D.IBM寻找客户以及留住客户的能力

51.以下哪一项使得IBM具有护城河性质，一旦得到一个客户，就能保持客户多年？

(1) IBM的庞大规模。

(2) IBM高压的销售战术。

(3) 客户的切换成本。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

52.亨氏食品公司未来成功的重要因素来自何处？

A.扩展至保健品市场

B.新兴市场的销售增长

C.控制成本和公司重构

D.上述所有选项均正确

53.伯克希尔对于亨氏食品的投资，有何不同寻常之处？

(1) 伯克希尔与私募基金公司联手。

(2) 在这项交易中，有些重构行为。

(3) 安全边际小于之前的投资案例。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)



## 问答题

- 1.凯瑟琳·格雷厄姆做的哪两个决定导致了华盛顿邮报公司的成功？
- 2.凯瑟琳·格雷厄姆背后的哪两个动因促使华盛顿邮报公司成为上市公司？
- 3.什么因素使得巴菲特在华盛顿邮报公司的地位非凡？
- 4.当凯瑟琳·格雷厄姆得知巴菲特大举买入了华盛顿邮报公司的股票后，她最大的顾虑是什么？巴菲特如何回应了她的此番顾虑？
- 5.巴菲特在华盛邮报公司中扮演了哪两种角色？
- 6.简述华盛顿邮报公司如何符合了“简单易懂”准则，尤其对巴菲特而言。
- 7.华盛顿邮报公司如何符合“持续的经营历史”准则？
- 8.巴菲特在1984年如何描述一家具有主导地位的报纸。
- 9.使用下面的数据计算一下华盛顿邮报公司的价值：  
  
净利润=1330万美元  
  
折旧和摊销=370万美元

资本支出=660万美元

美国国债收益率=6.81%

10.在华盛顿邮报公司的净资产收益率上的哪个因素使其更具吸引力？

11.在哪些方面，凯瑟琳·格雷厄姆证明自己非常关注利润率？

12.华盛顿邮报公司的管理层如何证明了自己符合“理性”准则？

13.巴菲特对于盖可保险公司的投资如何印证了“简单易懂”的准则？

14.从投资于盖可保险公司的案例来看，为什么说，至少表面上看，巴菲特违背了“持续的经营历史”准则？

15.盖可保险商业模式的哪个方面使其符合“良好的长期前景”

准则？

16.盖可保险公司管理层的哪些行为使其符合“坦率”准则？

17.1980年，盖可保险公司的净利润为6000万美元，30年国债的收益率为12%。使用这两个数据，计算一下盖可保险公司的价值。

18.为什么投资大都会/ABC公司对于巴菲特而言“简明易懂”？

19.讨论一下大都会/ABC公司如何符合“良好的长期前景”。

20.广播电视网的长期风险是什么？

21.使用下面的数据计算一下大都会/ABC公司的每股价值和安全边际：

净利润=3.25亿美元

贴现率=10%

总股本=1600万股

巴菲特入股价格=172.50美元/股

22.伯克希尔购买大都会/ABC公司之后立刻出现了什么结果？

23.为什么在没有获得通常期望的安全边际的情况下，巴菲特依然决定投资大都会/ABC公司？

24.大都会/ABC公司管理层的风格和公司结构如何？

25.大都会/ABC公司管理层如何避免“惯性驱使”？

26.1988年，可口可乐的高层给巴菲特打电话，问他是否在买入可口可乐的股票。为什么巴菲特让对方保密？

27.可口可乐公司为何符合“持续的经营历史”这一准则？

28.巴菲特是在怎样的环境下买入可口可乐股票的？

29.当古兹维塔接任可口可乐的大权后，他做了哪些事情符合“净资产

回报率”准则？

30.可口可乐管理层如何平衡公司成长与提高股东价值之间的关系？

31.在可口可乐历史上，公司有史以来第一次做了哪件事情，令其符合“理性”准则？

32.可口可乐领导人古兹维塔做了哪件事情，令其符合“抗拒惯性驱使”准则？

33.1988年，美国30年期国债的回报率为9%，可口可乐的盈利为8.28亿美元，使用这些数字，计算一下可口可乐公司的内在价值。

34.通用动力公司关于非军工企业并购的调查研究得出了什么结论？反映了什么准则？

35.通用动力公司管理层决定保留具备哪两个特质的业务可以使得生意更为理性？

36.在剥离非核心业务之后，通用动力公司开始产生富余现金流。此时，理性的管理层应该怎么做？

37.至少从表面上看，巴菲特对于通用动力公司的投资偏离了他通常投资股票的路径。试举出三点说明为什么人们会有这种印象。

38.伯克希尔最初购买通用动力公司的原因是什么？

39.巴菲特决定投资通用动力公司股票的最大原因反映了哪一个投资准则？

40.为什么在1990年投资富国银行会引起争议？

41.巴菲特如何评价富国银行的长期前景？

42.描述一下富国银行的管理层符合“理性”准则的行为。

43.巴菲特承认在投资富国银行中犯了什么错误？

44.计算一下富国银行的内在价值，前提条件是：6亿美元净利润，贴现率为9%。

45.描述一下美国运通公司如何符合“持续的经营历史”这个准则。

46.美国运通公司的管理层做了什么符合“理性”准则的事情？

47.当巴菲特宣布伯克希尔投资IBM的时候，为什么投资市场一片哗然？

48.在投资IBM之前，是什么原因令巴菲特远离科技股？

49.自1992年开始，IBM做了什么令巴菲特印象深刻，反映了“理性”准则？

50.当一家公司回购自家的股票时，巴菲特说了怎样的愿望？

51.什么是IBM独特的、反映了“良好的长期前景”准则的商业模式？

52.哪两项因素促成了IBM资产回报率的大幅提升？

53.巴菲特为购买IBM，支付了169美元/股的价格。基于不同成长率的计算，IBM的内在价值在279亿~326亿美元，用这些数字说明一下巴菲特此项投资的安全边际。

54.为何对于亨氏食品的投资符合“良好的长期前景”的准则？

55.按照亨氏食品成长的估算，巴菲特的购买价格仅低于内在价值12%~25%，安全边际并不明显，为何此项投资依然符合“以有吸引力的价格买入”这一准则？

56.亨氏食品的管理层结构相对于巴菲特投资的其他企业有何不同之处？

## 答案

### 选择题

1.B。巴菲特认为，如果持有一项投资比持有现金更有利，就应该持有，而不是“止盈”。

2.B。华盛顿邮报公司上市主要是为了减轻自身维持股份内部流通的负担，以及为了家族成员更好地规划财产价值。

3.D。只要企业的预期回报令人满意，管理层诚信、能干，并且市场价格没有被高估，巴菲特愿意持有的期间是永远。

4.B。尽管伯克希尔购买的是邮报的B类股票，凯瑟琳·格雷厄姆还是对于一个家族之外的人持有如此多的股份抱有戒心。巴菲特将所持有股份的投票权转给凯瑟琳·格雷厄姆的儿子唐全权代理，以令他们放心。

5.C。在凯瑟琳·格雷厄姆渐渐熟悉和适应了伯克希尔的投资后，她提名巴菲特进入公司董事会，并邀请他担任公司财务委员会主席。

6.A。巴菲特十分尊重高质量的新闻，但他也坚持认为报业首先是企业。他相信，就利润和影响力两个因素而言，是利润而不是影响力更有利于报纸的所有者，即报纸的股东。

7.C。巴菲特曾说，如果一个城市只有一份报纸的话，即便一个三流的

报纸也能产生可观的利润。他相信在一个社区中，即便一个内容质量相当于公告栏的平庸报纸也是非常重要的。

8.A。巴菲特说，长期而言，一份报纸的资本支出将等于折旧和摊销。因此，净利润应该等于所有者盈余。

9.B。巴菲特可以利用熊市提供的机会，以具有吸引力的价格购买华盛顿邮报公司的股票。当股市低迷时，所有股票都会承受向下的压力。这为长期投资者能以折扣价格购买股票创造了机会。

10.D。当时华盛顿邮报公司报纸部门的利润增长正经历下滑的窘境，其中重要的影响因素是劳工成本。凯瑟琳·格雷厄姆在与工会谈判中采取的强势，使得报纸减少了成本，提高了边际利润。

11.A。20世纪90年代早期，巴菲特说因为报业逐渐丧失了广告定价的灵活性，所有注定变得越来越不利。广告商可以通过其他更便宜的渠道接触受众。

12.C。1969年，盖可保险公司报告称，年度有1000万美元的拨备不足。这是多年来，公司首次承认拨备不足，承保损失导致了股价下滑。

13.B。盖可保险公司在1973年降低其承保标准，开始接收21岁以下的蓝领工人和个人的投保业务。这导致了保单销售增加，但拖低了保单质量，损害了利润。

14.C。伯克希尔在约翰·伯恩出任盖可保险公司的CEO不久开始购买盖



可保险公司的股票，伯恩带来了盖可保险公司的转变。巴菲特此举有悖于“公司需具有持续的运营历史”这一准则，但巴菲特相信盖可保险公司只是“受了伤，但不致命”，公司提供的低成本、无经纪人保险的特许经营制度依然有效，完好无损。

15.A。巴菲特相信如果具有合适与广泛的成本优势，大宗商品业务是可以盈利的，盖可保险公司的无中介模式对此很合适。同时，他相信卓越的管理层也是非常重要的成功变量，盖可保险公司便具有这样的优秀管理层。

16.D。伯恩接手盖可保险公司的管理后，采取了如下措施以削减成本：关闭办公室、裁员、采取了导致很多客户不再续保的行动。但这些不再续保的保单，多是不盈利的保单或者风险过大的保单，所以，这种不再续保的行为对于盖可保险公司而言，是好消息。

17.C。根据理性准则，如果一家公司的对外投资不再有利可图，管理层就应该考虑将资金还给股东。盖可保险公司通过回购30%的股份以及提高分红的行为表明了这一点。

18.C。在保险业，税前利润率表示了一家公司对于成本/营收的重视。1983~1992年，盖可保险公司平均的税前利润率保持了业内一线水平。

19.B。伯克希尔第一次投资大都会是1977年，于1978年获利了结。

20.A。伯克希尔购买的股份是通过参与大都会公司收购ABC公司筹集

资金过程获得的。在这项交易中，伯克希尔以每股172.50美元认购了大都会公司新增发的300万股新股。

21.B。从这两家公司经营中反映出的历史持续性，正是巴菲特在寻求潜在投资对象时所关注的。

22.A。广播电视网路类公司一直享有超出平均水平的收益，一旦广播电视塔完工，需要的再投入非常少。同时，这类公司也没有什么库存，因为电影或电视节目内容都是以无须预支的信用方式先投放，而等有广告费收入后再行支付。

23.D。使用一些简单的假设，大都会公司的现值是203美元，当时巴菲特支付的是172.50美元。这意味着安全边际仅有17%。

24.A.巴菲特与大都会的墨菲相识已久，汤姆·墨菲是巴菲特不可量化的安全边际。

25.C。尽管拥有巨额现金，而且一般而言，媒体公司通过并购也能取得不错的增长，但是大都会的管理层依然非常谨慎地对待并购行为，他们会非常耐心地等待正确的机会出现。

26.B。管理层认为他们支付的价格低于市场支付给同类媒体公司的价格。

27.A。在回售100万股大都会公司的股票后，伯克希尔依然持有13%的股份，仍然是大都会公司第一大股东。巴菲特认为荷兰式拍卖方式非常

好，能处理相当份额的持股，同时对于市场股价又不造成负面影响。

28.C。1989年，伯克希尔公司披露了对于可口可乐10亿美元的投资，这是当时公司有史以来最大的一笔对外投资。此次投资，支付的股价是5倍PB、15倍市盈率，均高于市场平均溢价，华尔街并不认为这是个具有吸引力的价格。

29.B。20世纪70年代，由于多重因素，可口可乐麻烦不断。进入80年代，在罗伯托·古兹维塔和唐纳德·基奥的领导下，公司重新聚焦于核心的饮料生意，注重削减成本和优化回报。

30.D。古兹维塔鼓励削减成本，专注于提高利润率。1980年，可口可乐利润率为12.9%，但到了1988年攀升至19%。在古兹维塔接手之后，剥离那些投资回报不理想的生意，向股东承诺保障其利益、提高其收益。最后，还通过提高分红、1984年回购股份等体现出理性特质。

31.D。前任总裁保罗·奥斯汀不断地收购一些与主业不相干的业务，使得可口可乐成为一个涉及不同业务的庞杂集团。当古兹维塔接任之后，首要的工作就是剥离与核心生意非相关的业务。令人印象深刻的是，当时的行业潮流恰恰是同行正大举进军不同业务线，致力于多元化。

32.C。到1988年，可口可乐的股东盈余连续7年以17.8%的速度增长。假设增速有所放缓但可持续，巴菲特依然有着巨大的安全边际。即便只有5%的增长速度，巴菲特的购买价格依然具有安全边际。

33.D。自从1990年苏联解体，对于军工的国防支出大幅下降。有鉴于此，通用动力公司陆续出售了一些资产，并大幅裁减员工、减少行政开支，在此期间，公司股价大涨了7倍。

34.B。经过研究，通用动力公司决定公司将专注于市场接受的、能满足主要目标的业务，在研发、产能之间保持平衡，以期达到规模效益和财务优化。

35.C。巴菲特最初买入通用动力公司的股票是因为公司进行的荷兰式拍卖。巴菲特买入该股票时，想着通过荷兰式拍卖方式很快退出。

36.B。巴菲特最初买入通用动力公司的股票是出于通过荷兰式拍卖方式获得对冲盈利的想法。但随着深入研究该公司，巴菲特对于比尔·安德斯成为公司CEO之后，在很短的时间内所取得的成就印象深刻。所以，这项投资由于短期的对冲投资变为一项长期投资。

37.C。伯克希尔买入富国银行时，该银行的股价已经承压数月。当时市场普遍认为是，由于美国西海岸的经济衰退将很快引发商业贷款和房屋贷款的坏账急速上升，致使富国银行股价大跌。

38.A。银行业是高杠杆的行业，通常总资产规模是净资产的20倍，任何管理层的愚蠢决策，哪怕令总资产损失一点儿，都会令净资产的荡然无存。

39.D。巴菲特认为，如果管理层精明强干的话，银行应该取得20%的

净资产回报率。

40.B。伯克希尔投资富国银行不到一年，银行宣布了两次中的第一次盈利冲销，因为坏账损失比预期还糟糕。这主要归因于加州的经济衰退，以及富国银行在房地产业务的风险敞口。

41.C。富国银行需要为坏账进行冲销，1991年为13亿美元，1992年为12亿美元。管理层分数次宣布了这个消息，而不是一次性宣布，这令投资者担心银行遇到的麻烦是否触底。

42.D。使用前一年度6亿美元盈利和9%的贴现率（这比当时美国30年期的国债高0.5%），可以得出66亿美元的估值： $6\text{亿美元}/0.09=66.66666667$ 亿美元。

43.A。旅行相关服务部门的业务包括著名的运通卡和运通旅行支票。当伯克希尔持有10%的运通股票时，这个部门贡献了72%的公司营收。

44.C。惯性驱使常导致管理层忍不住花钱，将企业版图扩展至核心业务之外，而这些领域或许并非所长。收购希尔森·雷曼公司将业务扩展至金融相关的新领域，表明了美国运通的管理层未能抗拒惯性驱使。

45.D。当戈卢布接任美国运通公司CEO后，立即开始强化公司的品牌价值，加强公司核心业务，剥离业绩不佳的部分，例如将第一数据公司通过IPO上市，重整并退出了希尔森·雷曼公司。

46.B。认为巴菲特避开高科技公司投资是因为他仅仅专注于自己能明

白的行业，这种说法是不准确的。巴菲特明白，由于高科技行业本身的不断更新，使得技术所带来的经营特许权的寿命非常短暂，不易把握。

47.C。IBM此前20年重塑辉煌的历程给巴菲特留下了极佳的深刻印象。此外，他认为在大型公司里，IBM的财务管理也极其出色。

48.B。1999~2012年，IBM陆续回购股份，令总股本减少36%。同期，微软回购减少了19%的股本，英特尔和思科减少了23%。

49.B。巴菲特的原话是：“当伯克希尔购买的企业正好在回购其股份，我们希望两件事情：第一，公司的盈利长期而言处于正常的上升通道中。第二，我们当然也希望公司的股价，在相当长的时期里表现不佳（意为：这样就可以买到更多的便宜货）。”在回购期间，股价越低，同样的资金就可以回购越多的股票。

50.D。巴菲特向CNBC披露，IBM拥有的寻找和留住客户方面的竞争优势，像一道灵光“击中眉心”，令他豁然开朗。

51.C。在IT行业，IBM是最大的参与者，具有规模优势。此外，一旦客户决定使用其技术服务，通常会持续使用，因为切换成本很大。

52.B。在伯克希尔投资之前的5年中，公司销售额的成长有80%来自新兴市场。

53.D。伯克希尔联手私募基金公司3G资本收购亨氏食品，后者准备了企业重构计划。表面上看来，此次投资的安全边际小于之前进行的其他投

资。

## 问答题

1.她做出两个对于华盛顿邮报公司具有特别影响的决定：邀请本·布拉德利担任主任编辑，以及邀请巴菲特成为公司董事。布拉德利是鼓励凯瑟琳出版五角大楼文件、追查“水门事件”的关键人物，此举为华盛顿邮报公司赢得了广泛的名声。巴菲特则教会了凯瑟琳如何管理一家成功的企业。

2.在公司上市之前，华盛顿邮报内部有一个利润分享计划，为此，公司必须维持一个内部股票交易系统，颇耗费用。上市可以减轻这一负担。此外，上市使得格雷厄姆家族在处理财产继承方面更加方便。

3.尽管华盛顿邮报公司上市后，股价在随后的几年稳步上升，后来遭遇大势不利而承压，但是这并非由于公司基本面的因素造成的。股价最终低于其24.75美元的IPO价格，巴菲特大举买入，以22.75美元的平均价买入467150股。

4.凯瑟琳·格雷厄姆对于一个非家族成员拥有大量的公司股票感到不安，尽管这并没有达到控股的地步。为了让她安心，巴菲特将拥有的投票权授予凯瑟琳的儿子代为行使。

5.巴菲特加入公司董事会，以及出任华盛顿邮报公司财务委员会主席一职。

6.巴菲特家族与报业有着千丝万缕的联系，他本人小时候曾经送过报

纸，也曾做过发行管理，并拥有另一份报纸——《奥马哈太阳报》。

7.巴菲特与华盛顿邮报公司的渊源可以追溯到他13岁时送报经历，可以说是极其熟悉。此外，华盛顿邮报公司的电视部门也具有稳定的经营历史。

8.他说：“一家具有主导地位的报纸，其经济价值是优秀的，是世界上最为优秀的一类。”对于每个社区而言，报纸非常重要，因为其具有展示信息的功能。每一家公司、每一个房屋卖家甚至每一个想了解社区消息的人，都要依靠报纸的流通才能实现信息的传递。

此外，报纸业对于资本的需要很低，这样它们能轻而易举地将销售额转化为利润。

9.  $(1330\text{万美元} + 370\text{万美元} - 660\text{万美元}) / 0.0681 = 1040\text{万美元}$   
 $\text{元} / 0.0681 = 15272\text{万美元}$

10.考虑到公司大力减少负债之后，依然非常强劲的净资产收益率令人印象深刻。1973年，华盛顿邮报公司的长期负债对股东权益的比率为37%，这一负债率居于整个行业的最高列。到了1983年公司长期负债对权益的比率降低至2.7%，居于整个行业平均的最低之列。

11.20世纪70年代中期，凯瑟琳采取强硬路线与工会谈判。1974年，华盛顿邮报公司挫败了由报纸工会领导的罢工。在1975年印刷工人罢工中，华盛顿邮报公司最终聘用了非工会成员替代了罢工工人。



12.华盛顿邮报公司产生的现金多于其需求，它是第一家回购自家股票的报业公司。1975~1991年，公司回购了43%的股份。

13.当年，巴菲特前往哥伦比亚大学就读时，他的老师格雷厄姆就是盖可保险公司的董事。一个周六，巴菲特在盖可保险公司董事哪里学到了很多关于保险的知识。之后，他向父亲经纪公司的客户推荐盖可保险公司的股票。最后，在他的早期投资生涯中，他投资了若干保险公司。

14.在投资盖可保险公司这个案例中，人们或许认为巴菲特违反了他的行为准则，1975年和1976年，盖可保险公司的运营成果是非连续性的。盖可保险公司由于降低承保标准导致索赔超出意料，导致公司盈利受损。公司新的管理层上任后力挽狂澜，巴菲特认为公司没有到将近毁灭的地步，仅仅是受了伤，它的低成本、无中介的特许经营权优势依然存在。

15.尽管汽车保险属于普通商业型产品，但一家普通的企业也能赚钱，只要它具有持续的、广泛的成本优势。盖可保险公司的无中介卖保险模式使其具有成本优势。

16.约翰·伯恩于1976年接手管理盖可保险公司，他事事当先，勇于变革，削减那些没有盈利的业务，着意控制成本。当遇到坏情况，他也能坦率地向股东披露信息。

17. $6000\text{万美元}/0.12=5\text{亿美元}$

18.购买大都会/ABC公司发生在巴菲特进入华盛顿邮报公司董事会数

年之后。巴菲特从经历中明白了电视、广播、报纸和杂志的业务运作。

19.广播电视业盈利非常诱人，一旦广播电视发射塔竖立起来，后续的资本和人力的投入需求极小。电影、节目等都可以先播放着，等收了广告费用之后再结算给制作企业，这使得广播电视也具有极大的财务优势。

20.广播电视网类型公司最大的风险，包括政府管制、科技的变化以及切换的广告投放费用。

21.每股价值： $(3.25\text{亿美元}/0.10)/0.16\text{亿}=203.125\text{美元}$

安全边际： $(203.125/172.50)-1=17.75\%$

22.股价立刻大幅反弹。在公司宣布了合并ABC的新闻后，大都会股价从176美元/股上升至202.75美元。

23.巴菲特在购买大都会时的安全边际远小于其他投资案例，因为他对于管理层提升盈利的能力极具信心，尤其是对汤姆·墨菲。如果不是因为墨菲，巴菲特承认他不会投资大都会。可以说，墨菲就是巴菲特在这项投资中的安全边际。

24.公司的管理方式是去中心化，尽可能雇请最好的工作人员，然后让他们独立行事，所有的决策都由当地自行独立做出。大都会公司的管理层被寄予厚望的一件事就是控制成本。

25.通过并购而成长是大都会公司成功的重要部分。然而，管理层非常

有耐心，不会支付过高的价钱进行并购行为，尽管公司的运营能产生大量的现金，足以收购任何想收购的公司。就像《商务周刊》杂志报道的那样：“莫菲有时会等待数年，直到合适的收购对象出现，他从来不会因为手中拥有资源而随意浪费这种资源。”

除了耐心等待收购时机之外，公司运用充裕的现金进行股份回购、减少负债的形式，大大加强了大都会公司的资产负债表，减少了公司风险。

26.如果巴菲特购买可口可乐股票的消息走漏，将会引得众人争相买入该股票，导致股价高涨。因为巴菲特还没有买够希望的仓位，所以他请可口可乐的高层暂时保密。

27.可口可乐创立于1886年，当时公司只卖一种饮料。如今可口可乐的身影遍及世界各地，品种琳琅满目，但其根本业务依然和一个世纪前一样未变。

28.20世纪70年代对于可口可乐公司而言是一段艰难的岁月，公司遇到了劳资纠纷、环境保护、反垄断等棘手问题，在国际发展方面也遇到了麻烦。此外，还遇到了糟糕管理层的道德问题。

29.尽管在20世纪70年代，可口可乐的净资产回报率已经高达20%，古兹维塔接手之后，在整个80年代，做了一系列努力提高每股收益和净资产回报率。到1988年，公司的净资产回报率达到31%。

30.可口可乐在提高利润率的同时，提高分红。公司分红以每年10%的

速度提高，但分红率却从65%下降到40%。可口可乐将留存的盈利重新投资扩大再生产，从而进一步提高股东回报。

31.1984年，可口可乐公司宣布回购600万股股票，管理层相信，公司的内在价值高于市场股价。

32.当古兹维塔决定公司应该专注于饮料行业的时候，其他同行正在尝试将业务扩张到其他领域。安海斯-布希公司投资于主题公园，百富门公司投资于瓷器、水晶、银、箱包的生意中，施格兰公司买下了环球影城乐园，可口可乐最大的饮料业对手百事可乐买下了零售公司菲多利公司和塔可钟、肯德基、必胜客等餐饮业务。

33. $8.28\text{亿美元}/0.09=92\text{亿美元}$

34.1991年10月，通用动力公司研究了军工企业并购非军工企业的成功率，结果表明，80%的此类并购是失败的。该公司管理层由此体现了“抗拒惯性驱使”的准则。

35.管理层决定通用动力只保留如下生意：①证明被市场接受的产品；②能够达到临界规模的产品，其研发和产能相匹配，能达到最佳的经济规模与财务指标。未能达标的业务将被出售。

36.当公司开始产生富余现金流时，首先应该降低公司负债，增强财务实力。其次，用富余的现金回馈股东。1992年7月，公司以荷兰式拍卖方式回购公司股份，减少了30%的总股本。

37.第一，通用动力公司的业务并不简单易懂。第二，公司没有持续的经营历史。第三，该公司谈不上具有良好的长期远景。

38.伯克希尔最初买入通用动力公司是打算通过荷兰式拍卖方式进行一次对冲交易<sup>[1]</sup>，赚一些零钱。然而，买完之后，巴菲特经过研究发现这是一家不错的公司，于是转为长期投资。

39.说服巴菲特最终将通用动力公司的投资，由短期对冲转为长期投资的最为重要的原因是，公司管理层显示出来的“抗拒惯性驱使”的理性行为。当其他的军工企业在国防工业产能过剩的情况下，依然大力扩张产品线的时候，通用动力公司剥离出售它的非核心业务和业绩不佳的业务。然后，将多余的现金还给股东。

40.当伯克希尔买入富国银行时，来自经济衰退的压力已经使该公司股票萎靡不振，市场担心富国银行拥有西海岸商业房屋贷款中最大的风险敞口，这或许将导致大量的坏账风险。

41.巴菲特承认银行业属于普通商品型生意，但他同时认为，如果资产、债务、成本等因素处理得当，银行可以成为好生意。在这方面，巴菲特选择了业内最佳的管理团队，“在富国银行，我们得到了业内最好的经理团队：卡尔·赖卡特和保罗·黑曾。在很多时候，他们让我想起大都会/ABC公司的最佳拍档：汤姆·墨菲和丹·伯克。他们中的每一对搭档都比个人单干强。”

42.尽管没有回购股份或派发特别红利，管理层依然心存股东利益。在

成本控制方面以及持续探索新盈利模式方面，管理层名声卓著。

43.在伯克希尔买入富国银行之后，公司被迫对坏账进行拨备，此举拖低股价。相当一段时间之后，股价才回到买入价格。对此，巴菲特承认：“我低估了加州的经济衰退程度以及公司在房地产业务方面遇到的麻烦。”

44.  $(6\text{亿美元}/0.09) = 66\text{亿美元}$ 。

45.虽然经历了岁月的变迁，今天的美国运通公司基本上还是保持了多年之前的模样。公司分为以下三个部分：旅行相关服务（TRS）、金融顾问、运通银行业务。其中旅行相关服务部门发行著名的运通卡和运通旅行支票，这个部门贡献了72%的公司营收。这个部门多年以来提供了大量可靠的盈利。

46.1992年，哈维·戈卢布成为新一任CEO后，开始着手剥离那些表现不佳的业务，重塑盈利，提供资产回报率。到1994年，公司重返其核心业务，剥离了第一数据公司、波士顿公司、希尔森·雷曼公司等资产。

1994年，公司设定的财务目标是：每年提升每股盈利12%~

15%，以及净资产收益率达到18%~20%。之后，公司董事会授权管理层回购2000万股普通股。

47.巴菲特多年以来一直再说，他没有兴趣投资高科技股票，他说：“即便我花所有的时间思考下一年度的高科技走势，在分析这些公司

时，我仍然会排在全国最聪明的第100个、1000个或者10000个人之后。”

48.巴菲特非常了解高科技公司，避开它们的真正原因，是预测这些公司未来的现金流非常困难。高科技公司由于行业本身的不断更新，使得它们技术所带来的经营特许权的寿命非常短暂。

49.自1992年起，IBM卖掉低利润率的科技硬件生意，专注于高利润率的软件和服务业务。公司推出了PC业务，专注于互联网。公司采取的财务措施也令巴菲特印象深刻，公司大量回购股份，并大幅提高分红。

50.“当伯克希尔购买的企业正好在回购其股份，我们希望两件事情：第一，公司的盈利长期而言处于正常的上升通道中。第二，我们当然也希望公司的股价，在相当长的时期里表现不佳（这样就可以买到更多的便宜货）。”

为了说得更清楚一些，巴菲特以IBM的未来500亿美元的回购计划为例做了说明。一个长期投资者希望股价保持低下，这样同样的资金可以回购更多股份。

51.IBM所专注的IT服务行业被认为是成长防御性行业，相较于科技界其他细分行业，具有相对稳定的成长前景。IBM的客户在这方面的预算通常不会随意变动，这使得IBM具有了类似护城河的特征，如果客户更换其他公司将会面临巨大的切换成本。

52.公司转向专注于高利润率的业务，提高了利润率。另外一个因素

是，IBM大量回购股份。

$$53. (279/169) - 1 = 65\%$$

$$(326/169) - 1 = 93\%$$

这表明此项投资的安全边际在65%~93%。

54.亨氏食品未来的成长来源于新兴市场，公司在中国和巴西均有业务。新兴市场的销售金额在公司销售的前10个市场中占到7个。在过去5年中，公司销售额的成长有80%来自新兴市场。

55.在投资亨氏食品普通股之外，伯克希尔还投资了80亿美元持有其可赎回优先股，票息为9%。此举有两个优势：首先，在未来的某个时点，优先股可以以显著的溢价被赎回；其次，优先股附带有期权，允许伯克希尔公司将来可以以较低的价格另外购买5%的亨氏食品普通股。

56.收购亨氏食品公司是巴菲特与3G资本公司联手完成的，公司更换了所有管理层，新的管理团队来自3G资本公司。以往，巴菲特购买公司后，倾向于保留原有管理团队继续运营。但是在这个案例中，运作亨氏的角色由新的管理层担当。3G资本公司在过往的并购案例中，表现出杰出的成本控制和提升利润的才能。

[1] 也就是俗话说的本来打算“投机一把”。——译者注



## 第5章 投资组合管理：投资数学

### 选择题

1.下面哪些被认为是投资组合管理过程的组成部分？

(1) 投资组合结构。

(2) 宏观经济分析。

(3) 对于投资组合的实时管理。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

2.下面哪些是巴菲特运用于投资组合管理的要素？

(1) 他构建长期成长的投资组合的方法。

(2) 他判断投资组合进展的测量方式。

(3) 他在管理中面临过山车般的行情考验时控制情绪的方法。

- A. (1) (2)
- B. (1) (3)
- C. (2) (3)
- D. (1) (2) 和 (3)

3.对于巴菲特采用的投资方法，什么时段的框架较为合适？

- A.以周计算
- B.以月计算
- C.以季度计算
- D.以年计算

4.关于当前投资组合管理的论述，哪一个是正确的？

- A.在集中投资与指数型投资两种风格之间，就像拔河一样针锋相对
- B.在短期交易与长期交易两种风格之间，就像拔河一样针锋相对
- C.在主动型投资与指数型投资两种风格之间，就像拔河一样针锋相对
- D.在集中投资与长期投资两种风格之间，就像拔河一样针锋相对

5.下面哪一个是指数型投资的特点？

A.高换手率

B.“买入并持有”方式

C.高管理成本

D.强调股票估值

6.下面哪一个论述是正确的？

A.主动管理方式持续胜出指数投资方式

B.适当多元化的主动管理方式胜出指数型投资方式

C.主动管理方式持续输给指数型投资方式

D.没有历史数据证明主动管理方式与指数型投资方式的差别

7.下面哪一个关于指数投资的论述是正确的？

A.它是一种消极投资方法

B.历史数据表明，指数型投资法胜过主动型投资法

C.指数型投资的管理成本低于主动型投资

D.上述所有论述都正确

8.关于主动型投资基金经理，下面哪些描述是正确的？

(1) 他们会将亏损的股票进行止损，让上涨的股票在组合中占有更大的比重。

(2) 他们会卖出表现不佳的股票，也会卖出先前低估、当下已实现价值回归的股票。

(3) 他们会考虑个股和行业在整个投资组合中的占比。

A. (1)

B. (2)

C. (1) (3)

D. (2) (3)

9. 在主动型投资法、指数型投资法之外，巴菲特提出的第三种投资法是什么？

A. 多种资产分散配置

B. 主动指数型

C. 集中投资

D. 深度价值投资

10. 下面哪一个是集中投资的核心？

- A.成为一个特定领域的专家，可以取得强劲的投资回报
- B.集中投资于那些最有可能超出平均表现的股票
- C.在投资之前，做大量细致的分析工作
- D.组合中的持有的股票应该平均配置

11.下面的哪个论述反对个人投资者进行所谓的分散投资？

- A.投资者并没有结束他们希望的多元化
- B.多元化使得投资者会买入他们并不足够了解的股票
- C.对于个人投资者，取得多元化的成本太高了
- D.上述都正确

12.根据统计，下面哪个股票投资组合最有可能表现良好？

- A.指数型投资法
- B.主动管理法
- C.集中投资法
- D.平均投资法

13.据建议，一个投资组合应该每年有10%~20%的换手率。那么，个股

持有的平均时间有多久？

A.1~5年

B.5~10年

C.10~20年

D.25年

14.试图将所有信息都囊括在决策过程中的分析法是什么？

A.拜尔

B.帕斯卡

C.费马

D.德·米拉

15.按照巴菲特的风险对冲方式，在如下交易案例中预期的回报是多少？XYZ公司同意以每股40美元的价格收购ABC公司，巴菲特认为整个收购大约有80%的概率用一年的时间完成。在收购的消息宣布之后，ABC公司股价上升了8美元，从30美元升到了38美元。

A.0%

B.2%

C.4%

D.6%

16.下面哪个选项描述了凯利优化公式？

A.所有主观预测均可被量化

B.如果你知道成功的概率，你应该将资金押在有把握的部分，以使收益最大化

C.所有可量化的预测都会从某种主观输入中受益

D.上述无一正确

17.根据凯利优化公式，如果你有60%的胜算，你应该投资多少比例的资金？

A.10%

B.15%

C.20%

D.25%

18.作为一个打算使用凯利公式的集中投资者，应该考虑哪些方面？

(1) 投资者应该有长期的打算。

(2) 投资者应该谨慎使用杠杆。

(3) 投资者应该谨慎过度押注。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

19. 如果一个投资者想使用集中投资法，如何开始使用凯利模型？

A. 考虑低估成功的概率

B. 考虑使用部分凯利模型

C. 在考虑投资数量时，精确无误地使用凯利模型

D. 考虑低估为错误预留的安全垫

20. 下面哪一个是投资股市的流程？

A. 收集信息——计算概率——计算最佳赔率——决定投资数量

B. 计算概率——等待最佳赔率——根据新信息调整——决定投资数量

C. 等待最佳赔率——计算概率——决定投资数量——根据新信息调整



D.计算概率——等待你喜欢的赔率——根据新信息调整——决定投资数量

21.现代投资组合理论的中心论点是什么？

A.一个被动的、充分分散的组合最具可能超越股市大盘表现

B.集中投资的方式绝无可能战胜股市大盘

C.任何击败大盘的人都是运气使然

D.所有股市参与者战胜大盘的机会均等，无论他们采取何种方法

22.巴菲特认为那些持续战胜市场的投资家有何共同之处？

A.他们寻找股票价格与内在价值之差

B.他们严格根据资本资产定价模型构建自己的投资组合

C.他们非常重视以贝塔数据安排自己在某一只股票上的数量

D.他们使用纯粹的数量方法挑选股票

23.谁被认为是践行集中投资法的第一人？

A.沃伦·巴菲特

B.约翰·梅纳德·凯恩斯

C.比尔·鲁安

D.卢·辛普森

24.下面哪个被认为是集中投资法的缺点？

A.较低的收益波动B.与股市大盘的表现无关

C.较高的收益波动D.集中投资法没有缺点

25.哪一只共同基金是践行集中投资法的第一只共同基金？

A.富达麦哲伦基金

B.红杉基金

C.伯克希尔-哈撒韦焦点基金

D.切斯特基金

26.在集中投资的世界里，下面的哪一项被认为是比尔·鲁安的独特之处？

A.他的基金分散到多个不同的行业

B.他的基金持股期很短

C.他的基金比其他的集中投资基金具有更高的换手率

D.他的基金更注重能产生现金收入的股票

27.运用集中投资法的投资者在投资过程中，如何减少风险？

A.集中投资者将投资组合多元化以平滑风险与回报

B.他们用指数因素平滑回报

C.他们在每一项投资中都有安全边际

D.集中投资者在投资中不考虑风险

28.关于减少投资组合中持股只数的影响，下面哪些是正确的？

(1) 产生高于大盘回报的概率提高。

(2) 产生低于大盘回报的概率提高。

(3) 投资组合的标准方差降低。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

29.下面哪一个术语，用于描述在一个投资组合中，所持有的不同于其

标杆指数中的持股构成的比例？

A.分散水平

B.集中比例

C.活跃股份

D.指数比较

30.一个与指数相似的投资组合，其表现最可能\_\_\_\_\_指数。

A.跑输

B.类似

C.跑赢

D.复制

31.关于大盘股投资组合表现趋势的观点，下面哪一个是正确的？

A.平均而言，它们的表现越来越不同于指数

B.平均而言，它们的表现越来越像指数

C.当集中投资越来越有名，大盘股基金经理的表现会越来越不同于指

数

D.大盘股组合的表现没有明显的趋势

32.下面哪些是投资者采取的行为，迫使基金经理管理的基金的表现越来越像指数？

A.投资者要求基金的表现追随指数的表现

B.投资者通常会将资金抽离表现不佳的基金

C.投资者经常会被推热门股票的基金经理所吸引

D.投资者通常会对媒体吹捧的基金趋之若鹜

33.巴菲特使用下面哪一个短语形容股价？

A.反映贪婪

B.合理不理性

C.效率不高

D.经常莫名其妙

34.基于业界重视股价短期的心理，下面哪一个是基金经理行为所产生的副作用？

(1) 经常查看股价报价。

(2) 机构投资者经常因冲动进行交易。

(3) 共同基金的低换手率。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

35.有人说：“基金行业自己的行为与他们告知投资人的，简直就是两码事。”这句话的核心是什么？

A.基金经理倾向于长期持股，而建议投资者进行活跃的资产配置

B.基金经理倾向于高换手率，而建议投资者追求短期表现

C.基金经理倾向于长期投资，而建议客户做同样的安排

D.基金经理倾向于高换手率，而建议客户长期买入并持有

36.那些以10年为期战胜了大盘的集中投资组合中有百分之多少，在3年或更多时间落后于大盘的表现？

A.35%

B.55%

C.75%

C.75%

D.95%

37.巴菲特如何判断对于一家上市公司的投资成功与否？

A.股价多年的变化

B.股价季度的变化

C.以公司的运营结果为判断

D.以5年为期的股价表现

38.关于股价和企业盈利相关情况的说法，下面哪一个是正确的？

A.时间越长，企业盈利与股价的表现越相关

B.每个季度的股价表现与企业盈利高度相关

C.股价和企业盈利之间没有关系

D.在大多数时间，股价和企业盈利高度相关

39.下面哪一个是伯克希尔公司“透视盈余”的定义？

A.来源于伯克希尔全资公司的盈利

B.它旗下各类企业的运营利润；它大量持有股票的企业留存利润以及如果留存盈余已经实际支付，由此产生的税务津贴

C.伯克希尔使用的一种向股东报告季度表现的特有方式

D.伯克希尔使用的一种报告其全资拥有公司运营情况的方法

40.按照巴菲特的说法，集中投资者使用透视盈余判断投资表现的好处是什么？

A.使用透视盈余法分析，是对企业盈利分析法的有益补充

B.在集中投资者犯错误的时候，这个方法可以起到提示作用

C.它能促使投资者进行长期投资

D.以上论述都正确

41.下面哪个选项，是个人在进行投资决策时运用的合适标准？

A.透视盈余

B.净资产回报率

C.安全边际

D.以上全部正确

42.高换手率基金的表现差于低换手率基金的表现的主要原因是什么？

A.股票挑选



B.交易成本

C.持续地轻仓

D.以上全部正确

43.根据杰弗里和阿诺特的研究，投资应该保持怎样水平的换手率？

A.0%~20%

B.20%~40%

C.40%~60%

D.60%~80%

44.在组建一个集中投资组合时，应该采取如下哪些行为？

（1）如果你的资本有限，你应该考虑使用杠杆以利于回报最大化。

（2）从企业所有者的角度出发，进行股票投资。

（3）持股期最少5年。

A.（1）（2）

B.（1）（3）

C.（2）（3）

D. (1) (2) 和 (3)

## 问答题

1. 巴菲特运用、发展了哪三个重要的投资组合管理因素？
2. 在投资管理界，有哪两类针锋相对的策略？
3. 从一个投资者的角度出发，两类投资组合管理策略各有何吸引力？
4. 什么是多元化不可避免的结果？
5. 根据巴菲特的建议，哪一类投资者应该考虑指数基金？
6. 根据巴菲特的观点，对于那些“懂一些”的投资者，最佳的投资方式是什么？
7. 描述一下巴菲特所运用的投资组合管理策略。
8. 在决策理论或概率论的进化史上，布莱斯·帕斯卡、皮埃尔·德·费马、托马斯·拜尔三个数学家做了什么贡献？
9. 简单描述一下拜尔分析法。
10. 巴菲特如何将概率论运用在股票投资上？
11. 简述凯利优化模型。
12. 凯利优化模型的三个局限是什么？

13.芒格用了什么样的赌场类比形容股市？

14.写过数本著作的作家安德鲁·拜尔用了很多年去观察参赌者的行为，解释一下他对参赌者的观察与投资者有何关系。

15.在现实中，有哪四个步骤将概率论运用到股票投资中？

16.1984年在哥伦比亚大学商学院发表的演讲中，巴菲特是如何看待市场有效理论的？

17.谁被认为是集中投资的第一人？他是在什么环境下成为投资管理者的？

18.描述一下凯恩斯的三个投资原则。

19.凯恩斯如何看待对于股市的“择时”问题？

20.查理·芒格在与巴菲特合作之前，就独立管理投资。请将他的方法和回报与巴菲特的方法和回报进行一些比较。

21.比尔·鲁安和巴菲特都是当年格雷厄姆在哥伦比亚大学证券分析课程的同学。鲁安的投资结构与巴菲特的有何不同？

22.卢·辛普森如何被巴菲特所了解，并在伯克希尔表现中扮演了何种角色？

23.讨论一下在第5章中展示的统计研究，以及集中投资组合胜出大盘

的可能性。

24.何谓“活跃股份”？

25.为什么大多数基金经理似乎追求复制标杆指数？

26.被巴菲特称为“超级投资家”的投资者在短期投资表现方面有何共同之处？

27.在第5章中，通过对于股价表现与公司盈利表现之间的对比分析，得出了怎样的结论？

28.“透视盈余”这个概念对于伯克希尔来说是什么意思？

29.当巴菲特考虑是否新增一项投资时，什么是他考虑的经济测试指标？

30.对于一个集中投资者，什么样的持股期限较为合适？

31.根据晨星公司的统计，投资组合的换手率和回报率之间呈现一种什么样的关系？

32.大多数投资者面对的最大成本是什么？

33.在使用集中投资法之时，有哪五点应该牢记于心？

# 答案

## 选择题

1.B。投资组合管理是组合结构与实时管理的集成。

2.D。巴菲特所运用的三个重要因素分别是：

（1）他构建长期成长的投资组合的方法。

（2）他判断投资组合进展的测量方式。

（3）他在管理中面临过山车般行情考验的控制情绪的方法。

3.D。巴菲特考虑的不是每分每秒，不以天、月、季度为单位的股价变动，而是以年甚至5年、10年为单位的股价变动。

4.C。当今的投资世界，存在两种投资组合管理策略：①主动型投资；②指数型投资。它们如同拔河比赛一样，彼此针锋相对。

5.B。指数型投资是买进并持有方式。它会买入一系列足够分散的股票，设计去复制一个特定基准指数，例如标普500指数。

6.C。主动型投资经理认为，他们通过优秀的选股技能可以战胜指数。然而，历史记录表明，1980~2011年，仅有41%的大型基金的表现胜出标普500指数。

7.A。认为指数型投资法是完全消极策略的看法并不正确。例如，标普有个9人委员会，决定哪些股票可以入选标普500指数。自1980年以来，标普500成分股的年替换率为5%~10%，这意味着，在标普500指数的公司中，每年平均有25~50只股票被替换。

8.D。大多数投资经理会卖出上涨的股票收获利润，也会卖出表现不佳的股票，以买入其他他们认为可能会有上佳表现的股票。此外，很多主动型基金经理可考虑个股以及各行业类股在其整个组合中的占比。

9.C。尽管巴菲特不反对普通人运用指数型投资法，但他指出集中投资法是替代指数型投资法和主动型投资法的选项。集中投资法选择较少的、从长远来看可提供超越平均回报的股票。

10.B。跟随巴菲特的投资准则，必然会发现那些优秀的公司，使得集中投资法切实可行。集中投资的核心在于：挑选几只长期而言，最有可能产生超越平均水平回报的股票，将资金大量投在上面。

11.B。多元化的主要问题在于它大大提高了你买一些搞不懂的企业的可能，也就是提高了犯错的概率。巴菲特建议，一个投资者最好专注于少数公司。

12.C。根据统计，相对于主动管理法、指数型投资法，集中投资法最有可能表现良好。

13.B。10%的换手率大约平均持有的时间为10年。20%的换手率平均

的持有时间为5年。

14.A。托马斯·拜尔扩展了帕斯卡和费马的理论，并衍生出拜尔分析法。拜尔分析法试图将所有的信息，都融入推理或决策过程中。

15.A。如果整个收购在一年后完成，投资者会有2美元的回报，股东将会收到40美元。80%的成功概率，意味着 $0.8 \times 2 \text{美元} = 1.60 \text{（美元）}$ 。

同时有20%的概率预示着该项收购活动会取消。如果是这样，股价将下跌8美元回到之前的状态，即 $0.2 \times 8.00 = 1.60 \text{（美元）}$ 。

这样，整个预期回报为： $(1.60 - 1.60) / 38 = 0\%$ 。

16.B。凯利优化公式基于一个概念，如果你知道成功的概率，你应该将资金押在有成功把握的部分，以使收益最大化。

17.C。公式是2倍倍率减去1： $(2 \times 0.60) - 1 = 1.20 - 1 = 0.20$ 或20%

18.D。任何打算使用凯利公式投资的人都应该有长期的规划。投资者应该避免过度使用杠杆，以免在股市下跌时被迫出局。最后，过度的押注同样风险极大，会导致赌徒的命运。

19.B。过分押注的风险要远远大于下小注的风险，所以，人们应该从使用“部分凯利模型”开始他们的集中投资之旅。

20.B。投资股市的流程应为：



(1) 计算概率，或比大盘具有更大回报的机会。

(2) 等待最佳赔率，等待令人满意的安全边际出现。

(3) 根据新信息调整，留意公司的进展以及管理层的表现。

(4) 决定投资数量，这时凯利公司将派上用场。

21.C。现代投资理论的中心论点：市场是有效的。所有的股票价格都处于合理位置。因此，没有人能够年复一年地战胜市场，除非运气好。

22.A。尽管成功的投资者会使用不同的投资方法，巴菲特认为有一点是共同的，他们都寻找并抓住那些股票价格与内在价值之差，以获取盈利。

23.B。大多数人知道约翰·梅纳德·凯恩斯是由于他对于经济学的贡献，但他在英格兰剑桥国王学院管理切斯特基金的历史记录表明，凯恩斯还是一位传奇的投资家。

24.C。集中投资法会将投资集中于为数不多的证券上。由于分散度有限，这会导致其回报波动高于其他更加分散的投资组合。

25.B。红杉基金是第一个践行集中投资法的共同基金。红杉基金是比尔·鲁安在1969年创立的，其资金来源于巴菲特同年解散的合伙企业中的一些投资人。

26.A。尽管红杉基金90%的资产只分布在6~10只股票上，鲁安指出这

些股票涉及多个行业。

27.C。集中投资者认为减少风险的措施是增加安全边际的厚度。

28.A。研究表明，当一个投资组合中持股只数减少，其产生高于大盘回报的概率提高。同时，产生低于大盘回报的概率也提高了。最后，当一个投资组合中持股只数减少，其回报标准方差提高。

29.C。“活跃股份”是指在一个投资组合中，所持有的不同于其标杆指数中的持股构成的比例，也就是在组合中持股的比例，与构成指数的股票比例的重叠程度。

30.A。一个投资组合越是精确地复制指数，其表现越有可能跑输指数。

31.B。1980年时有50%的大盘股基金拥有超过80%的活跃股份，也就是说一半的基金表现迥异于标杆指数。而到了今天，仅有25%的大盘股基金被认为是真正的主动型。

32.B。对于近期表现低于同行或低于指数的基金，投资者通常倾向于将资金撤出。这使得基金经理越来越专注于保持与指数的一致性，这样就减少了他们跑不赢指数的尴尬。当然，我们知道你越是像指数，就越不可能超过指数。

33.D。在那篇著名关于格雷厄姆-多德部落的演讲中，巴菲特提到很多重要的概念，但最为重要的莫过于：“当股价被华尔街的羊群效应影响时，

价格受情绪的影响，或是贪婪，或是恐惧，很难说市场总是理性的。实际上，市场的股价经常是莫名其妙的。”

34.A。基于股价短期表现的想法在投资界很流行。这样造成的结果是，有人每天甚至每小时都查看股价，这也是管理数十亿的机构投资者经常随意交易、基金经理频繁交易的原因。

35.D。基金经理经常建议投资者买入并持有，然而，与此同时，他们自己却倾向于追求短期表现，这导致基金常常频繁进行短线交易。

36.D。在3000个集中投资组合中，有808个组合以10年计为期战胜了市场大盘。在这808个组合中，以3年、4年、5年或6年计取时段时，则有95%将仍然遭受跑输大盘的打击。

37.C。巴菲特说：“对于我们持有的股票，芒格和我喜欢让它们以自己的运营结果说话，而我们不需要每天甚至每年的市场牌价（指股价）告诉我们投资是否成功。在一段时间里，市场或许会忽视企业本身的价值，但最终会反映其本来面目。”

38.A。研究表明，时间越长，股价和企业盈利二者之间的关联度越高。当持股3年时，股价与运营利润之间的相关程度为0.131~0.360（0.360的相关度意思是36%的股价变量可以用利润变量解释。）当持股期为5年时，相关度排列为0.374~0.599。当持股期为10年时，二者之间的相关度为0.593~0.695。

39.B。 [1] 为了帮助股东正确了解伯克希尔公司大量持有的股票投资，巴菲特使用了一个词“透视盈余”。伯克希尔的透视盈利组成包括：它旗下各类企业的运营利润；它大量持有的股票的企业留存利润以及如果留存盈余已经实际支付，由此产生的税务津贴。

40.C。根据巴菲特的经历，自1965年（巴菲特入主伯克希尔公司）以来，公司的透视盈利的成长速率与其证券的市值几乎相同。然而，这两者并非完全同步行动。在很多情况下，盈利率先于股价反应，但有时候，也会反过来。两者之间的关系，长期而言是一致的。巴菲特说：“这个方法能促使投资者着眼于长远的企业前景，而不是短期的市场起伏。这种远见有利于改善结果。”

41.D。你可以在个人投资决策时，使用多个标准，包括透视盈余、净资产回报率、安全边际。当你进行实际交易时，你可以根据情况灵活调整这些标准。

42.B。有个很明显的道理却很容易被忽视掉，那些高换手率的基金导致交易费用居高不下，而这会拖低投资回报。

43.A。杰弗里和阿诺特的研究表明，为了获得更高的税后回报率，投资者需要保持他们平均的年度换手率在0%~20%。

44.C。作为一个集中投资者，应该总是考虑将持股视为一家企业的一部分。应该做好持股5年甚至10年的时间准备。最后，集中投资时不要使用财务杠杆。否则，在股市大跌时，具有杠杠的组合会因一个意外的催促补

仓电话，带来负面影响。

## 问答题

1.巴菲特所运用的三个重要的因素分别是：

（1）他构建长期成长的投资组合的方法。

（2）他判断投资组合进展的测量方式。

（3）面临过山车般股市行情考验时，控制情绪的方法。

2.当今投资管理行业存在两种投资组合管理策略：①主动型投资；②指数型投资。它们如同拔河比赛一样针锋相对，各执一词。

3.指数型投资和主动型投资，这两类投资都可以通过多元化分散而降低风险。

4.多元化投资不可避免地导致平庸的投资结果。指数型投资和主动型投资两类投资方式可以达到多元化目标，但它们通常都无法提供杰出的回报。

5.巴菲特认为，那些不能忍受较高风险的投资者以及对资本市场没有什么了解但仍然想通过参与普通股投资而获得长期收益的投资者，可以考虑参与指数型投资。他说：“通过定性地投资于指数型基金，毫无专业知识的投资人实际上会比大多数职业投资者干得更好。”

6.对于那些“懂一些”的投资者，巴菲特建议专注于少数公司——5~10家。而通常投资人会关注10~20家公司。

7.巴菲特的策略可以被称为集中投资。他认为，如果你发现了理想的对象，应该愿意投资10%的资金在一只股票上，这样整个组合持股应该只有10只股票。实际上，也不是平均持有这10只，其中一些具备更好回报潜力的对象，将占据更大的份额。

8.1654年，布莱斯·帕斯卡和皮埃尔·德·费马相互之间的一些往来信件奠定了概率论的基础。后来，另一个数学家托马斯·拜尔所写的一些东西为概率理论推向实际的应用打下了基础。

9.拜尔分析法试图将所有的信息都融入推理或决策过程中。它的另一个名字为决策树理论，树的每一个分支代表新发生的信息，反过来也会影响决策概率。

10.巴菲特说：“我们所要做的全部，就是将盈利概率乘上可能盈利的数量，减去损失的概率乘上可能损失的数量。尽管这或许并不完美。”

他还将概率论与风险套利联系起来。如果一项并购被宣布，应该评估它的确定性。并购的完成需要时间，现实股价与收购价之差经常被用来衡量赔率。

11.凯利优化公式经常被称为优化成长策略，它基于一个概念，如果你知道你的成功概率，就将你的资金放在具有利益最大化的赢面上。

其公式是： $2p-1=x$ 。

这里2乘以赢面的概率（ $p$ ）减去1等于你的投资的比例（ $x$ ）。

12.运用凯利优化模型是有风险的，投资者必须明智地知道它的三个局限：

（1）无论是否使用凯利模型，投资人都应该做好一个长期的打算。在投资中，很可能最初的投资并不能确保成功。

（2）谨慎使用杠杠。否则，一旦遇到股市大跌，你可能被迫要卖出所有股票，从而出局。

（3）避免过度押注。如果你判断有70%的成功概率而实际上仅有55%，你可能面临的风险被称为“赌徒的破产”。

13.芒格说：“模型一——简化股市上所发生的事情像是赛马场上的赌金计算系统。如果你停下来想一想，赛马场就像股市，每一个人跑到那里，然后下注，赔率随着下注的变化而变化，这样的情况同样也发生在股市上。”

14.安德鲁·拜尔曾经用了很多年去观察赌场参赌者的行为，发现很多人是因为浮躁而输钱。在赌场或赛马场上，人们一进去立刻开始手痒，立马进行愚蠢的行为。这与股市中股民的行为没有太大区别。

15.（1）计算概率。长期而言，所选择的股票能否满足投资回报的目

标？

(2) 等待最佳赔率的出现。当你具有安全边际之时，胜算的概率在你这一边。

(3) 根据最新信息及时做出调整。投资者应该持续地观察公司本身的情况。如果有新的情况，原来评估的可能性也应该进行相应的调整。

(4) 决定投资数量。投资者应该用多少资金投资于某个特定对象。

16. 巴菲特完全不认同现代组合理论的核心论点——市场有效理论，他不同意“市场是有效的”这一观点。那些能年复一年战胜市场的人并不仅仅因为运气好，他们的成功不能仅仅被解释为随机漫步的结果。

17. 约翰·梅纳德·凯恩斯因其对于经济学的贡献而闻名，然而，在他被任命为英国剑桥国王学院第二任总务长之后，他的投资才能展露无遗。在他接手之前，国王学院的投资局限于固定收益证券。他说服大家成立一只新的基金专门投资于普通股、货币和商品期货。这只新成立的基金就是切斯特基金。

18. 凯恩斯的三个原则如下：

(1) 投资于经过认真挑选的对象上，它们相对于可能真实的和潜在的内在价值价格低廉，相对于同期的替代投资也具有更优的性价比。

(2) 坚定地持有选定之后的组合，风雨同舟，或许数年，直至它们的



潜力尽显，或有证据表明当初是买错了对象。

（3）保持投资组合平衡性，即尽管集中投资个股会隐含一系列风险，但不同的个股之间会有风险的对冲。

19.凯恩斯认为，试图预测股市高低的“择时”行为，毫无意义。他说，利用经济的周期循环，大规模地系统性地买进、卖出股票，并无益处。他看到很多个人投资者企图预测股市高低而进行买卖，但事实是，想这么干的人，不是卖得太迟，就是买得太迟，或者二者均沾，这同时导致交易成本的大幅上升。

20.相对于巴菲特，芒格的投资组合更为集中，这使得芒格的投资表现比巴菲特的具有更大的波动性。然而，芒格建立在寻找价值折扣基础上的投资方法，与巴菲特的方法如出一辙。

21.鲁安的基金是以共同基金形式成立的，而巴菲特采用了合伙制企业形式。他的红杉基金是第一只践行集中投资方法的共同基金。

22.1979年，巴菲特聘请了卢·辛普森到盖可保险公司工作，负责管理投资，其特点之一是常常集中持有10只以内的股票。

23.一项统计研究挑选了1200只股票测量它们的表现。它们被随机选择，组成4个组合，每个组合包括250只、100只、50只、15只股票。拥有股票只数越少的组合，其回报表现的标准方程越高。与此同时，拥有股票只数越少的组合越有机会跑赢大势。

24.所谓的“活跃股份”是衡量在一个投资组合中，所持有的不同于其标杆指数中的持股构成的比例，也就是在组合中持股的比例，与购成指数的股票比例的重叠程度。根据他们两个的研究，一个组合如果少于60%的持股是“活跃股份”，那么它的表现将接近指数。如果超过80%，其表现将异于指数。

25.越来越多的基金经理变得以指数为导向，因为客户更加关注标杆指数。这样，基金经理唯恐落到垫底的20%或40%，避免这样命运的唯一方法是复制指数。

26.这些拥有长期卓越表现的超级投资家，通常要忍受糟糕的短期落后表现。可以预见，任何采取集中投资方法的基金管理人，都需要忍受短期落后于大势的糟糕表现。

27.在使用1200只股票研究股价表现和盈利之间关系的实验中，研究结果表明，时间越久，二者之间的关联度越大。这意味着持有股票的时间越久，股价就越能反映公司的基本面。这个结论验证了巴菲特的观点：只要有足够的时间，股价将反映公司的基本经济情况。

28.为了帮助股东正确了解伯克希尔公司大量持有的股票投资，巴菲特使用了一个词——“透视盈余”。伯克希尔的透视盈余组成包括：它旗下各类企业的运营利润；它大量持有的股票的企业留存利润以及如果留存盈余已经实际支付，由此产生的税务津贴。

29.每当巴菲特考虑一项新投资时，他会将这个新项目与已经持有的投

资进行比较，看看是否更好。巴菲特已经持有的投资是进行新投资或并购的一个衡量标杆。芒格评价道：“作为一个普通的投资者，你所拥有的最好的东西应该作为你的衡量指标。”

30.集中投资是一个长期投资的方法，如果你问巴菲特他理想的持股期限是多久？他会回答：“永远！”谈到长期投资会降低换手率，他说：“待着不动令我们成为智慧行动者。”

31.晨星公司的研究发现，低换手率相对于高换手率基金具有更高的回报。以10年为基准，那些换手率低于20%的基金比那些换手率高于100%的基金回报率高出14个百分点。

32.对于那些非免税的账户（一般而言，普通账户都是非免税账户），税务是投资者面临的最大成本，比交易成本还要高，也经常比基金的管理费用还要高。实际上，税务成本是这么多基金表现糟糕的主要原因之一。

当一只股票股价上升但并未被卖出时，上升的部分是未实现收益，也就是通常所说的账面利润。这些未实现收益直到股票卖出后，也就是利润兑现后，才需要报税。如果你一直持有不卖出，那么你的投资就可以取得更为强劲的复利增长。投资者经常低估、忽视这种未实现收益的巨大价值，而巴菲特将其称为“来自财政部的无息贷款”。

33.（1）首先，也是最为重要的一点，在你没有将股票视为一家企业的一部分时，不要进入股市。

（2）准备好勤奋地研究你所投资的公司，以及它们的竞争对手，以至于达到一种状态，那就是没有人比你更了解这家公司，甚至这个行业。

（3）如果你没有做好5年（10年更好）的时间准备，不要开始你的集中投资。

（4）做集中投资时，不要使用财务杠杆。一个没有财务杠杆的投资组合更容易帮助你更快地达到目标。记住，在股市大跌时，一个意外的补仓电话，会毁掉你精心设计的完美计划。

（5）具备成为一个集中投资者需要的合适气质以及个性。

[1] 原书答案为D，疑有误。——译者注

## 第6章 投资心理学

### 选择题

1.下面哪个术语能在投资决策中与人们的行为相关？

(1) 不稳定。

(2) 矛盾。

(3) 愚蠢。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

2.在进行投资决策时，下面哪些是投资者研究的重要方面？

(1) 误判心理学。

(2) 资产负债表分析。

(3) 利润表分析。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

3.按照格雷厄姆的说法，什么是投资者的最大敌人？

A.股市波动

B.投资者自己

C.非有效的市场

D.信息匮乏

4.根据巴菲特的说法，下面哪个不是格雷厄姆的重要投资方法？

A.投资的正确态度

B.安全边际

C.视股票为企业

D.预测股市底部的能力

5.在运用心理学解释市场低效中，哪一个词用于形容调查研究？

A.行为金融学

B.市场有效理论

C.市场无效理论

D.行为无效理论

6.根据多项心理学研究显示，与错误判断有关的特征是什么？

A.缺乏完整的信息

B.过度自信

C.信心不足

D.使用错误信息

7.芝加哥大学的理查德·泰勒教授的研究证明了什么样的行为金融学特征会导致错误的投资决策？

A.使用很多相互矛盾的信息进行决策

B.仅仅使用符合自己观点的信息进行决策

C.过多考虑新出现的趋势

D.不考虑新出现的信息

8.是什么加剧了投资中的过度自信？

A.过度反应

B.缺乏信息

C.过多信息

D.上述三项相加

9.科技的进步对过度反应偏差产生了怎样的影响？

A.可获得信息的增多令过度反应偏差渐趋减少

B.因为可以更容易地获取股票行情，加剧了过度反应偏差

C.通过在线下单功能，减少了过度反应偏差

D.消息灵通的投资者会较少有过度反应偏差

10.按照作者的观点，什么是妨碍投资者成功运用巴菲特方法的障碍？

A.过度自信

B.没有正确评估安全边际

C.损失厌恶

D.信心不足



11.在“前景理论：风险之下的决策分析”之前，什么是经济学中普遍被接受的学说？

- A.博弈论
- B.损失厌恶
- C.过度自信误差
- D.决策效用理论

12.如下哪个词总结了损失和盈利对于情绪的影响？

- A.前景理论
- B.非对称损失厌恶
- C.损失划分
- D.利用偏差

13.如下哪个词指的是当环境变化时，人们对于金钱前景看法的改变？

- A.心理账户
- B.前景理论
- C.财务划分

D.过度自信错误

14.当研究历史上的投资回报，多少百分比的交易月份贡献了长期投资的主要回报？

A.2%

B.7%

C.17%

D.25%

15.根据泰勒和贝纳茨两位学者的研究，个人投资者在投资后多久看一次投资业绩表现，可以使他们摆脱短视损失厌恶？

A.一周一次

B.一月一次

C.一季一次

D.一年一次

16.下面哪个词被用来形容投资者的从众倾向？

A.人群理论

B.旅鼠效应

C.博弈论

D.决策效用理论

17.巴菲特说：“我不需要股价告诉我价值如何，我已经知道。”这里巴菲特避免了股民们经常犯的哪一个错误？

A.人群理论

B.博弈论

C.损失厌恶短视

D.旅鼠效应

18.巴菲特的“视股票为企业”以及集中投资的观点，与下面哪个概念相悖？

A.人群理论

B.现代组合理论

C.旅鼠效应

D.损失厌恶短视

19.下面哪一位发展了协方差概念？

A.哈里·马科维茨

B.威廉·夏普

C.尤金·法玛

D.费雪·布莱克

20.关于协方差，下面哪个表述是正确的？

A.一篮子高度相关的股票组合将会降低组合的风险

B.一篮子低风险个股组合将会是低风险组合

C.一篮子不相关的高风险股票组合可能是风险分散的组合

D.上述无一正确

21.下面哪一位发展了有效市场概念？

A.哈里·马科维茨

B.威廉·夏普

C.尤金·法玛

D.费雪·布莱克

22.下面哪一位发展了资本资产定价模型？

A.哈里·马科维茨

B.威廉·夏普

C.尤金·法玛

D.费雪·布莱克

23.下面哪一个表述符合巴菲特的风险概念？

A.风险就是股价的波动

B.股价的下跌意味着风险更大

C.期权价格的波动体现着风险

D.股价的下跌实际上是股票风险的减少

24.巴菲特与现代投资组合理论之间，关于风险问题看法最大的不同在哪里？

A.巴菲特认为风险能通过集中投资组合而化解

B.巴菲特认为风险与投资者的投资时间长度有关

C.巴菲特认为安全边际是风险管理的关键

D.上述均正确。

25.巴菲特认为多元化是哪一类投资者的保护伞？

A.职业基金经理

B.对冲基金经理

C.行业投资经理

D.愚昧的投资者

26.巴菲特对于有效市场理论的看法是怎样的？

A.巴菲特证明了其错误

B.它适合于学者，不适合于实干家

C.它认为市场常常有效

D.巴菲特认同市场有效理论

27.是哪个方面的因素使得即便相信巴菲特的人也无法复制他的成功？

A.从众心理

B.感性思维

C.理性思考

D.智力低下

28.巴菲特认为什么在短期内对股价影响最大？

A.投资者的情绪

B.基本面

C.近期事件

D.股市大盘

29.为何解读人们的冲动对于你的投资有用？

(1) 你会由此掌握避免多数错误的向导图。

(2) 它将提高你短期交易的水平。

(3) 它将帮助你认识他人的投资错误，并从中获利。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) (3)

## 问答题

- 1.巴菲特在11岁时从第一次购买城市服务优先股的经历中，就学到了哪两个重要的经验？
- 2.简要描述一下，何为“行为金融学”。
- 3.根据格雷厄姆的说法，什么是投资者最大的敌人？
- 4.巴菲特认为什么是格雷厄姆投资方法的三个最重要的原则？
- 5.根据格雷厄姆的说法，投资人应该如何面对股价的下跌？
- 6.什么样的观察导致学者开创了行为金融学的研究新领域？
- 7.职业基金经理的过度自信对于决策有何影响？
- 8.对于好消息和坏消息，投资者有何不同的解读？
- 9.在过度反应偏差上，科技手段扮演了何种角色？
- 10.比较一下对于盈利和亏损的情绪反应。
- 11.具有“损失厌恶”症的投资者有什么样的结果？
- 12.为什么那些长期持有债券的人，即便知道长期而言，股票的回报会优于债券，却仍然不改初衷？



- 13.简要描述一下“心理账户”的概念。
- 14.根据泰勒和贝纳茨的研究，投资者应该多长时间看一下他们的投资表现为佳？
- 15.描述一下旅鼠效应。
- 16.巴菲特如何处理“损失厌恶短视”？
- 17.普通人持有可口可乐股票的经历与巴菲特持有可口可乐股票的经历有何不同？
- 18.哪三位学者奠定了现代投资理论？
- 19.巴菲特如何定义风险？
- 20.对于风险的定义，巴菲特与现代投资理论之间最大的不同是什么？
- 21.巴菲特对于分散多元化的看法是怎样的？
- 22.对于相信市场有效理论，战胜市场的巴菲特如何评价？
- 23.解释一下，人们尽管不反对巴菲特的方法，但无法实施的原因。

## 答案

### 选择题

1.D。当进行投资决策时，人们经常会非理性。这种非理性常常表现为不稳定、相互矛盾，甚至愚蠢。

2.D。研究误判心理学，与对资产负债表、利润表的分析一样，对于投资都很重要。不幸的是，大多数投资者通常会忽视他们错误的决策。

3.B。格雷厄姆指出，投资者最大的敌人不是市场，而是他们自身。尽管他们具有良好的数学、金融、会计知识，但他们无法控制自己的情绪，从而在投资中屡屡失利。

4.D。巴菲特认为格雷厄姆的投资方法有三个重要原则：首先是将股票视为企业；其次是安全边际概念；最后是对待股市具有一个真正投资者的态度。

5.A。行为金融学寻求的是通过心理学理论的使用，解释市场低效的一种调查研究。

6.B。数项心理学研究表明，判断失误通常发生在人们过度自信时。大多数人相信自己智力超群。

7.C。泰勒教授指出最近的几项研究表明，人们对于一些偶然事件，赋

予了太多的关注，并认为自己捕捉到了一个新趋势。尤其是投资者往往关注最新发生的信息，并从中进行推断。例如，最新的财报往往在他们心中是未来盈利的一个信号。

8.A。行为学家研究结果指出，人们对于坏消息反应过度，对于好消息反应迟钝。心理学家将这种现象称为过度反应偏差。对于坏消息的过度反应，泰勒教授将这种过分强调短期的行为叫作“短视”。

9.B。当今时代，投资者可以在任何时候，通过移动设备很容易地查看股市行情。这种便利性使得过度反应偏差变得更为严重。所以，泰勒教授建议：投资股票，然后不要打开券商或基金公司寄来的净值告知例信。不要查看股票行情，无论用电脑、手机，还是其他设备，这样更有可能得到良好的效果。

10.C。损失厌恶心理是令人无法执行巴菲特投资方法的重要原因，这种心理情绪每天都在影响着数以百万计的投资者。

11.D。“前景理论：风险之下的决策分析”的诞生，取代了之前《博弈论和经济行为》中的决策效用理论。

12.B。投资损失带来的情绪影响远远大于盈利，这被称为非对称损失厌恶。运用在股市上，这意味着投资者在损失之时，其感受两倍于其在获利之时。

13.A。“心理账户”是描述人们解码财务结果时使用的方法，探讨在环

境变化时，我们对于金钱前景看法的变化。人们趋向于在心里将钱放在不同的“账户”里，这将决定人们看待它们的心理态度。

14.B。当分析历史上的投资回报时，发现长期投资主要回报发生的月份数量只占有所有月份的7%，也就是说，在余下93%的月份并无回报。

15.D。泰勒和贝纳茨测试了不同时间段的回报、标准方差、股票正回报的可能性，1小时、1天、1周、1个月、1年、10年、100年。如果让投资者持股不看净值表现，却能像持有债券一样淡泊于心，多长时间是最佳的时点？答案是一年。他们参考了损失厌恶的两倍效应理论（效用=股价上升的可能性-下跌可能性 $\times 2$ ）进行计算。

16.B。旅鼠效应是一种心理学的陷阱，是指投资者的从众行为，无论有没有意义都会盲从，又被称之为旅鼠悖论。

17.C。巴菲特能够克服损失厌恶短视的弊端。他不需要每天查看股市行情，因为他不需要股市肯定他做的对不对，他对于自己的投资决策信心满满。

18.B。巴菲特关于“视股票如企业”、集中投资的方法等与现在商学院的学生所学的完全不同，他们所学习的框架被称为现代金融理论。

19.A。芝加哥大学的研究生哈里·马科维茨发表了一篇文章——《投资组合选择：投资的有效分散》。在文中，马科维茨描述了测量一篮子股票不同运动方向的协方差方式。

20.C。根据哈里·马科维茨的研究，无论个股的风险水平如何，投资组合的风险水平可以通过持有不同关联度的股票而得到分散。

21.C。1965年，尤金·法玛发表了论文——《股价行为》，提出了市场有效概念。

22.B。威廉·夏普发展了资本资产定价模型（CAPM）这一概念，将风险分为两类：系统风险和非系统性风险。

23.D。巴菲特认为股价下跌实际上减少了风险，股价越低，安全边际越大。他说：“投资者应该像一个企业家一样才对，学者关于风险的学术定义脱离市场，极为荒谬。”

24.B。在巴菲特看来，风险与投资者的投资期限有着千丝万缕的联系，这一点是巴菲特和现代投资理论关于风险定义的最大不同之处。巴菲特解释，如果你今天买了股票打算明天卖出，那么这就等于参与了风险交易。如果你将期限延伸至十年，风险的可能性就会大大下降。

25.D。巴菲特说：“多元化是无知的保护伞。如果你不想发生什么特别的不测，你最好拥有市场上的全部股票，这没有什么错。这对于那些不知道如何分析企业的人而言，是个好方法。”

26.C。巴菲特对于有效市场理论质疑，集中在一个核心点上：没有证据表明，所有投资者都会分析所有可能得到的信息，并由此获得竞争优势。“从观察来看，市场经常是有效的，但它并非总是有效的。这之间的区

别就像白天不懂夜的黑。”

27.B。作者遇到无数的人，尽管他们完全同意巴菲特的观点，却从来未能从感情上真正运用巴菲特的方法。

28.A。短期而言，相对于公司的基本面因素，人们的情绪对于股价更具影响。

29.C。两个原因告诉你为何懂得人们的冲动，对于你的投资如此有价值：①你能从中学会如何避免大多数的错误。②你可以识别出他人的错误，并从中捕捉到机会。

### 问答题

1.首先，巴菲特学到了耐心的价值。其次，尽管股价的短期波动对公司价值没什么影响，但会引起投资人巨大的情绪不安。

2.行为金融学是将经济学与心理学相结合的研究，寻求的是通过心理学理论的使用，解释市场低效的一种调查研究。

3.格雷厄姆指出，一个投资者最大的敌人不是股市，而是自己。

4.巴菲特认为格雷厄姆的方法有三个重要原则。

首先是将股票视为企业，这将给你一个完全不同于股市中大多数人的视角。

其次是安全边际概念，这将赋予你竞争优势。

最后是对待股市具有一个真正投资者的态度。巴菲特说：“如果能具有这种态度，你就能领先于股市中99%的人，它可赋予你巨大的优势。”

5.格雷厄姆认为，投资者应该不必在意股价的下跌。在面对下跌时，应该像一个企业主遇到一个出价毫无吸引力的买家一样：别搭理它！

格雷厄姆说：“真正的投资者几乎从不被迫出售其股份，也不会天天关心股票行情。”

6.学者观察到很多人在处理自己的财务问题时，经常犯愚蠢的错误以及做出不符合逻辑的假设，于是更深层次地挖掘心理学观念来解释人们思维中的非理性因素。

7.基金经理的过度自信会导致决策失误。过度自信解释了为什么这么多基金经理表现不佳，他们从自己掌握的信息中得到过度的信心，认为自己更加正确，但事实并非如此。如果所有的参与者都认为自己的信息准确，并且自己知道别人不知道的事情，结果就是导致大量的炒作行为。

8.行为金融学者认为，人们常常对于坏消息反应过度，而对于好消息反应迟钝。心理学家称之为“过度反应偏差”。例如，一家公司近期财报不佳，投资者的典型反应就是不加思考地卖出该股，从而导致股价非正常波动。

9.现代科技的进步加剧了“过度反应偏差”的行为。在有互联网和有线

财经新闻之前，人们并不经常查看股价。现在，他们可以利用科技手段，随时查看股票行情，但这并非好事。

10.人们对于同样数量的损失和盈利的感受是不一样的，损失所带来的痛苦是盈利带来的喜悦的两倍到两倍半。很多实验证明，人们需要两倍的正面盈利去覆盖负面的损失。这被称为“不对称损失厌恶”，下跌的影响大于上涨。

11.对于损失的厌恶使投资者过度保守。损失厌恶症会让一个投资者非理性地持有那些股票输家，因为没人愿意承认自己犯了错并面对亏损。但是这样做实际上造成了另外的潜在损失，如果你不卖出错误的投资，就等于你放弃了另一个本来可以重新安排投资而获利的机会。

12.在可以选择持有股票的情况下，一些投资者也宁愿选择持有债券，这是因为他们的内心存有“损失厌恶”的心理，哪怕是股价波动所造成的暂时的账面损失也令他们坐卧不安。做出这种选择的另一个原因，是“心理账户”（一个行为学概念）在起作用，人们更愿意用意外之财去冒风险，他们内心深处依然认为“炒股票”属于玩一玩的小赌怡情的范畴。

13.“心理账户”是描述人们解码财务结果时使用的方法，探讨的是在环境变化时，人们对于金钱前景看法的变化。人们趋向于在心里将钱放在不同的“账户”里，这将决定对待它们的心理态度。

14.研究表明，查看投资业绩频率的最佳时间是一年一次。他们参考卡尼曼和特沃斯基损失厌恶的两倍效应（效用=股价上升的可能性-下跌可能



性 $\times 2$ )理论,进行计算,通过对于不同时间段的计算,直到观察期为一年时,投资者的情感效用因子才会变为正数。

15.以职业基金经理为例,他们在一个体制系统中工作,这个机制就像一个平庸的安全系数,按照固有标准评估工作成果。这样的体制不是鼓励独立思考,而是鼓励从众、随大流。巴菲特说:“大多数基金经理几乎没有动力,去做一些大智若愚、特立独行的决策。他们个人的得失也很明显,如果做出非常规的决策,即便干得不错,得到的也仅仅是拍拍肩膀以示奖励,但如果非常规干砸了,等待他们的命运是丢了饭碗。但循规蹈矩终将失败,特立独行才是成功的必行之路。盲目地挤做一团,旅鼠的命运将会很糟糕,反而单独一只旅鼠可能并不是坏事情。”

16.巴菲特的投资既有全资的子公司,也有部分持有的股票投资。他无需每天看股价,因为他不需要用股价来衡量自己的投资正确与否。正如他经常说的“我不需要股价告诉我价值如何,我已经知道”。

17.很多持有可口可乐股票的投资者没有像巴菲特一样坚守,他们多会在股票表现不佳时退出,但巴菲特会首先分析可口可乐公司的基本面,如果情况依然较好,便继续持有。

18.马科维茨最先提出了合适的风险-回报平衡的多元化方案;法玛提出了有效市场理论;夏普提出了风险定义。

19.巴菲特对于风险的定义:投资损失或伤害的可能性。他认为真正关键的是企业的“内在价值风险”,而不是股票价格的走势。他说,真正的风

险是一项投资的税后回报是否为投资人至少保持其投资之初的购买力，加上合适的利率因素。

20.在巴菲特看来，风险与投资期限有着千丝万缕的联系，这一点是巴菲特和现代投资理论关于风险定义的最大不同之处。巴菲特解释，如果你今天买了股票打算明天卖出，那么这就等于参与了风险交易。这其中的赔率不会好于抛硬币游戏，有一半机会失败。然而，如果你将期限延伸至数年（投资时间拉长），风险的可能性就会大大下降。

21.根据现代投资理论理论，广泛多元化的主要益处，在于减少个股波动对于投资整体的影响。但是巴菲特不在意短期股价波动，他对于多元化持有不同的看法。他相信在很多方面，现代组合理论对于那些没有知识、不懂得如何评估企业的人而言，能为他们提供保护。

22.巴菲特对于有效市场理论的质疑，集中在一个核心点上：没有证据表明，所有投资者都会分析所有可能得到的信息，并由此获得竞争优势。“从观察来看，市场经常是有效的，但它并非总是有效的。这之间的区别就像白天不懂夜的黑。”

23.尽管人们完全同意巴菲特的观点，却从来没有从内心深处真正运用他的方法。巴菲特在投资中是理性的，当进行投资决策时是非情绪化的。

## 第7章 耐心的价值

### 选择题

1.下面的哪些原因导致了大多数投资者专注于短期回报？

(1) 他们认为自己具有预测市场心理的能力。

(2) 过去十年所经历的两个熊市和一次金融危机的影响。

(3) 贪婪。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

2.在论文“公司的新理论：平衡投资者和企业的短期视野”中，对冲的成本如何被定义？

A.在一笔交易中获得的无风险收益

B.投入资本的时间价值

C.交易价格之间的买卖差价

D.通过无风险投资方式获得的回报

3.在论文“公司的新理论：平衡投资者和企业的短期视野”中，如何定义“风险”？

A.投资中的损失变化

B.回报的标准方差

C.特殊投资的相对于整个市场的风险程度

D.投资结果的不确定性数量

4.在论文“公司的新理论：平衡投资者和企业的短期视野”中，如何定义“回报”？

A.一项投资的盈利数量

B.一项投资相对于无风险投资回报的盈利数量

C.一项投资相对于风险的盈利数量

D.一项投资相对于相对回报的盈利数量

5.在论文“公司的新理论：平衡投资者和企业的短期视野”中有如下哪个主要的观点？

A.就一项投资的时间长度而言，风险和回报是各自独立不相关的

B.风险与时间长度无关，而回报与时间长度相关

C.长期对冲相对于短期对冲成本更加高昂，所以要求回报更高

D.短期对冲比长期对冲成本更小，所以回报要求更高

6.关于普通股票如何使用，施莱弗和维什尼研究的结论是什么？

A.只有长期投资是赚钱的

B.短线投机不可能盈利

C.普通股票可以被用作短线对冲的工具

D.上述无一正确

7.根据施莱弗和维什尼的论文，为了从短期对冲交易中获得大量盈利，一个炒手将会怎么行动？

A.利用内幕消息进行交易

B.不断重复迅速的炒作行动

C.管理损失

D.降到极端低风险水平

8.在进行为期1年、3年、5年的回报计算研究之后，得出怎样的结论？

A.长期持有股票没有什么益处

B.那些1年期表现不错的股票，在随后的3年也会表现不错。

C.只能购买那些可以预见3年的股票

D.长期而言，买入并持有股票的策略，能获得更大的回报

9.是什么因素导致长期投资者能够表现杰出？

A.股市被短线投资（投机）者主导

B.长期而言，所有股票都会有杰出表现

C.发现长期投资机会非常容易

D.投资者主体非常有耐心

10.下面的哪些因素对于理解“理性”非常重要？

（1）人们通常都会做出理性的决策。

（2）理性并不直接等于智力。

（3）IQ测试无法测出理性的水平。

A.（1）（2）

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

11. 如何定义“理性缺失”？

A. 智力与理性思考之间高度相关

B. 低IQ的人以理性方式行为的能力

C. 在压力之下理性行为的不可能性

D. 尽管具有高智力，却不能进行理性思考和行动

12. 是什么问题导致了“理性缺失”？

(1) 处理问题。

(2) 环境问题。

(3) 内容问题。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

13. 根据杰克·特雷诺的研究，他提出了哪两种投资观点？

(1) 一种观点是要求反馈、判断、特殊的专业技能去评估。

(2) 一种观点是简单明了，几乎不要求特殊的专业技能去评估。

(3) 一种无风险特征的观点。

A. (1) (2)

B. (1) (3)

C. (2) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

14. 根据杰克·特雷诺的研究，下面哪种投资观点即便在市场低效的情况下，也不会产生有益的回报？

(1) 市盈率分析法。

(2) 市净率分析法。

(3) 技术分析法。

A. (1) (2)



B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

15.关于“慢速旅途”方法的描述，哪个是正确的？

A.它在认知上难以抓住

B.它如同市盈率分析法一样简单

C.它比“快速”还费体力

D.上述所有描述均正确

16.根据心理学家的研究，我们的认知过程被分为哪两个思维模式？

A.直观和情境

B.情境和本能

C.推理和直觉

D.直觉和理智

17.什么是系统1的思维方式的最好描述？

A.系统1的思维要求深度思考

B.系统1的思维基于简单思考之上

C.系统1的思维要求自我控制

D.上述所有均包括

18.下面哪些与系统2的思维相关？

(1) 自我控制。

(2) 精疲力竭。

(3) 不愉快。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

19.下面哪些行为可以激活系统2的思维？

(1) 计算市盈率

(2) 研究公司及其竞争对手的发展趋势

(3) 阅读公司的历年年报

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

20. 伴随着股市交易量的上升，日益增加的市场参与者对于价格发现机制造成了怎样的影响？

A. 这使得市场更有效率

B. 这对于长期的价格发现没有什么影响

C. 它减小了价格价值的间距

D. 它扩大了价格价值的间距

## 问答题

- 1.为何很多股市参与者更喜欢短线交易而不是长期投资？
- 2.在安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼两位学者的研究成果中，如何定义对冲成本、风险和回报？
- 3.根据安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼两位学者的研究，持股期限与期望回报之间的关系是怎样的？
- 4.解释一下，普通的股票如何被作为短线投机对冲机会使用？
- 5.使用短线投机如何才能创造高收益？
- 6.第7章提供了怎样的数据，证明了“买入并持有”的长期策略能够创造巨大回报的说法正确？
- 7.如今，公募基金的持股期限大幅降低，平均低于一年时间，这说明了什么？
- 8.随着注重短期利益者的增多，对于那些专注于长期回报的人有何影响？
- 9.术语“理性缺失”是什么意思？
- 10.描述一下与“理性缺失”相关的信息处理过程。

- 11.讨论一下“内容问题”如何导致理性缺失。
- 12.在杰克·特雷诺的有效市场分析中，他提出了哪两种投资观点？
- 13.讨论一下慢速的投资观点与市场效率的问题。
- 14.心理学将认知分为哪两类思考模式？
- 15.诺贝尔奖获得者丹尼尔·卡尼曼如何描述系统2的思维与自我控制？
- 16.对于高智商的人群运用系统2思维的失败，学者沙恩·弗雷德里克得出的两个结论是什么？
- 17.心理学家斯坦诺维奇所说的“分隔的内心”是什么意思？
- 18.“心智工具间隙”这个术语是什么意思？
- 19.在进行投资决策时，需要如何运用心智工具？
- 20.在过去数十年中，股市参与者的增多是否使得整个市场更有效率？
- 21.对于感性与投资的话题，巴菲特有何看法？

# 答案

## 选择题

1.D。人们通常基于如下三个原因，认为他们必须试图尽可能快地从市场中取得回报。

第一，他们认为自己能预测市场情绪的走向和拐点。

第二，过去十年所经历的两个熊市、一次金融危机，让他们有着挥之不去的阴影，令他们失去了长期投资的信心。

第三，始终存在人性中的贪婪。

2.B。根据他们的论文，施莱弗和维什尼认为，进行对冲的成本是你投入资本的时间价值。

3.D。根据他们的论文，施莱弗和维什尼认为，风险的定义是结果的不确定性数量。

4.A。根据他们的论文，施莱弗和维什尼认为，回报的定义是投资的决定盈利数量。

5.C。施莱弗和维什尼得出了结论之一是，因为长期对冲策略的投资比短期对冲策略投资成本更加高昂，所以回报预期必须更高。

6.C。施莱弗和维什尼指出，普通股票可以被用于短期对冲的工具。例如，利用消息做对冲的短期投机者，可以将赌注押在购并消息上，也可以在发布盈利时或其他任何使错误定价迅速消失的公告上。

7.B。为了获取足够可观的回报，执行短期对冲策略的炒家必须一次又一次地重复这些迅速的行动。这样投机者为了提高回报，也就导致了成本提升，以及冒了更多的风险。

8.D。根据跟踪1970~2012年，为期1年、3年、5年的回报情况。在这43年中，以1年为期计，标普500指数中成分股公司平均有1.8%的公司股价翻番，或者说，500家公司中有9家公司翻番；以3年计，有15.3%的公司或77家股价翻番；以5年计，有29.9%或150家公司股价翻番。

这表明长期而言，通过买入并持有股票的策略，能获得更大的回报。

9.A。市场主流经常被短线炒家占据。简而言之，那些预期中的消灭错误定价的长期投资者大军总是缺席的。

10.B。理性不等同于智力。IQ测试，在衡量人的理性思维方面几无用处。显而易见，聪明人可能会干傻事。

11.D。多伦多大学人类发展与应用心理学教授基思·斯坦诺维奇在其著作《智力测试所迷失的：理性思考的心理学》一书中，创造了一个词——理性缺失，意指尽管具有高智力，却不能进行理性思考和行动。

12.C。认知心理学认为，有两个原因造成了理性缺失：一是处理问

题；一是内容问题。

当解决一个问题时，人们会有不同的认知机制供选择。在机制的一端，具有强大的计算能力，但这个强大的计算能力与成本相关。在思考机制的另一端要求很少的计算能力，几乎不要求专注，允许迅速决策。人类是懒惰的思考者，当解决问题时，他们选择容易的方式，结果，他们的解决方案经常不合逻辑。

理性缺失的第二个原因是系统2的思维中缺少足够的内容。研究决策制定的心理学家，将内容缺乏定义为“心智工具间隙”，意指一个缺乏合适经验或知识的人无法做出理性的决策。

13.A。在杰克·特雷诺的有效市场分析中，他提出了两种投资观点：一种是简单明了，几乎不要求特备的专业技能去评估，因此是迅速的过程；另一种是要求反馈、判断、特别的专业技能去评估，因此是慢速的旅途。

14.D。如果市场是低效的，它就不会对于第一种投资观点无效，因为根据定义，第一种不可能被数量众多的投资人错误评估。特雷诺认为PE、分红率、市净率、PEG、52周最低价格、技术图表以及其他，这些简单的主意不可能轻易赚钱。

15.C。在《巴菲特之道》一书中展示的投资准则都属于“慢速”的方式，它们与企业长期发展相关，是长期投资的基础。

在认知上抓住一个“慢速旅途”方式并不困难，但是相比简单明了的第



一类观点，抓住它还是费力一些。

16.C。心理学家将我们的认知过程分为两个思维模式：直觉和理智。直觉产生“快速和关联”认知。理智被描述为“慢速和规则支配”。今天，心理学家通常称这些认知系统为系统1和系统2。

17.B。系统1的思维方式简单、直接，运行快速，花时间很少，无须使用太多的知识去计算例如PE或分红率之类。

18.D。参与系统2的思维方式要求自我控制，持续自我控制的努力并不令人愉悦。如果我们被迫一次又一次重复做一件事，那么自控力就会出现下降的趋势。最终，我们会丧失兴趣。

19.B。为了激活系统2的思维，你可以阅读公司的年报以及其竞争对手的年报。你还可以研究公司及其对手的发展趋势。

20.D。市场参与者的增加，伴随着交易量的上升，反而致使价格与价值的差距加大。这是因为大多数参与者都是短期投机者。

## 问答题

1.注重短线的行为源于以下三个原因：

第一，纯粹的贪婪。

第二，他们认为自己能预测市场情绪的走向。

第三，经历了两个熊市、一个金融危机的十年，让他们已经失去了在长期投资中取得正回报的信心。

2.施莱弗和维什尼认为，进行对冲的成本是你投入资本的时间价值；风险是覆于结果之上的不确定性数量；回报是投资获得的盈利数量。

3.因为长期对冲策略的投资比短期对冲策略的投资成本更加高昂，所以要求更高的回报。

4.普通股票可以被用于短线对冲的工具。例如，利用消息做对冲的短线投机者，可以将赌注押在购并消息上，也可以在发布盈利时或其他任何使错误定价迅速消失的公告上。

5.为了获取足够可观的回报，执行短期对冲策略的炒家必须一次又一次地重复这些迅速的行动。投机者为了提高回报，必须提高投资成本（投入资本的时间），以及冒更多的险（经受更多的不确定性）。

6.人们跟踪统计了1970~2012年，为期1年、3年、5年的回报情况。在这43年中，以1年为期计，标普500指数中成分股公司平均有1.8%的公司股价翻番，或者说，500家公司中有9家公司翻番；以3年计，有15.3%的公司或77家股价翻番；以5年计，有29.9%或150家公司股价翻番。

7.随着时光流转，公募基金的持股期限越来越短，平均持股期限已经低于1年。因为超过100%回报的机会通常会来自持股5年的投资，所以，这意味着人们会错失赚大钱的机会。

8.可以想象当人们慢慢地从长期投资转变为短期投机的景象。如此多的人参与短期投机，胜出的难度增加，导致回报减少。越来越多的短期投机，这就将稀有的、超额回报的机会留给了长期投资者。

9.心理学教授基思·斯坦诺维奇在他的《智力测试所迷失的：理性思考的心理学》一书中，创造了一个词——理性缺失，意指有人尽管具有高智力，却不能进行理性思考和行动。

10.“理性缺失”主要描述的是如何处理问题。斯坦诺维奇教授认为，人们处理信息的方式很糟糕，当解决一个问题时，人们会有不同的认知机制供选择。在进行高难度决策时，需要具有强大的计算能力和努力。当解决问题时，人们常常倾向于选择容易的方式，这令他们的解决方案经常不合逻辑。

11.在已有信息的基础上，进行不合逻辑的决策时，这可能被认为是内容问题。

12.他提出的两种投资观点分别是：

（1）一种是简单明了，几乎不要求特殊的专业技能去评估，因此是迅速的过程。

（2）一种是要求反馈、判断、特别的专业技能去评估，因此是慢速的旅途。

13.考虑到“慢速旅途”方式的费力特点，它或许并不符合市场效率。同

时，慢速的方式对于长期投资者而言可能直观而且容易理解，并且能够抓住机会，但这些需要付出努力。这些都导致投资机会属于那些专注于长线的投资者。

14.心理学家通常将认知系统分为系统1和系统2。

系统1的思维方式简单、直接，快速运行，几乎不花时间，无须使用太多的知识去计算、处理。

系统2的思维方式是我们认知过程的反思部分，它以一种可控的方式，投入努力且慢速。要求“反馈、判断和特别的技能”就属于系统2的思维。

系统1是直觉，系统2是推理。

15.卡尼曼认为，参与系统2的思维方式要求自我控制，持续的控制的努力并不令人愉悦。如果我们被迫一次又一次地重复做一件事，那么自控力就会出现下降的趋势。最终，我们会丧失兴趣。

16.耶鲁大学的市场助理教授沙恩·弗雷德里克通过对高智商人群的测试，得出两个结论。第一，人们不习惯于费劲地思考问题，通常会脱口而出心中首先出现的答案，这样，他们就无须费力气进入系统2的思维。

第二，弗雷德里克发现，如果一个人的思维停滞在系统1，那么转换到系统2非常困难。

17.斯坦诺维奇认为系统1的思维与系统2的思维如此不同，以至于就像

两个“分隔的内心”。太多投资者几乎完全依赖系统1的直觉思维做出决定，从来不进行系统2的理性思维。但是这种“分隔的内心”只是在可辨别的情况下才有分隔，假设在一个投资环境里，只有在充分了解或掌握了公司信息，如竞争优势、管理层理性配置资产的能力、决定公司价值的重要动力、预防投资者做愚蠢决定的心理课程等信息后，系统2的思维才有别于系统1的思维。

18.研究决策制定的心理学家，将内容缺乏定义为“心智工具间隙”。心智工具就是一切人们心中所拥有的，用于解决问题的原则、策略、程序、知识。就像厨房里使用的工具叫作厨房用具，所有在计算机里工作的叫作软性工具（软件），那么在内心中工作的工具叫作心智工具。一个人可以学习运营一件心智工具，去延伸他的整体批判性思维和创造性思维的能力。

19.在投资中，如何运用心智工具去激活系统2的思维，关于这点，你需要阅读公司年报及其竞争对手的年报。如果从中可以得出，这家公司具有竞争力和长期前景乐观的结论，那么接下来，你应该做几个分红折现模式，包括不同的成长率、不同的股东盈余、不同的时段，以得出大约的估值。

然后，你应该研究并搞清楚，管理层长期的资产配置策略。最后，你应该从外围资源得到信息，看看他们对于该公司的看法，如果还有关于竞争对手的看法则更好。

20.市场中大部分的参与者是投机者，不是投资者。结果，我们所见到的景象是，交易量的上升反而致使差距加大，增大了系统的噪音，导致更剧烈的波动。这种效率的扭曲为长期投资者创造了机会。

21.巴菲特认为单凭智商过人不足以取得投资成功，与大脑的尺寸大小相比，将理性从情绪中分离出来的能力更为重要。“当其他人基于短期的贪婪与恐惧做决策时，理性最为重要。这就是赚钱的秘密。”巴菲特说。

## 第8章 最伟大的投资家

### 选择题

1.下面哪些指标被作为评价世界最伟大投资的标准？

(1) 相对的优异表现。

(2) 抄底的能力。

(3) 长期的回报表现。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

2.如何判断一个人的投资业绩是由于运气好还是真实的投资能力所致？

A.考察其投资对象的筛选流程

B.考察其长期投资的结果

C.考察其在各种市场周期（包括牛市、熊市）中的表现

D.上述总和

3.当年巴菲特开始他的投资合伙企业时，他设定的投资目标是什么？

A.持续跑赢标普500指数

B.持续跑赢道琼斯指数

C.持续跑赢标普500指数10个百分点

D.持续跑赢道琼斯指数10个百分点

4.在巴菲特运作合伙投资企业期间，自1956~1969年，道琼斯指数有5年下跌，巴菲特的合伙企业有几年下跌？

A.从无下跌

B.1年

C.2年

D.3年

5.1965~2012年，伯克希尔公司的表现相对于标普500指数胜出多少？

A.5.7%

B.10%



D. 3.4%

C. 10.3%

D. 19.4%

6. 1965~2012年，标普500指数有11年下跌，相比之下，伯克希尔的账面资产在同期有几年下跌？

A. 从无下跌

B. 2年

C. 4年

D. 5年

7. 根据管理学专家的意见，成功企业通常具有如下哪些优势？

(1) 行为优势。

(2) 分析优势。

(3) 组织优势。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

8. 巴菲特认为什么才是成功投资者的关键？

A. 需要具有高智商才可能成为一个成功的投资者

B. 从商学院学到的知识是成为成功投资者的关键

C. 合适的气质秉性是成为成功投资者的最重要因素

D. 上述所有均正确

9. 根据芒格的说法，巴菲特的哪一点对于其投资成功至关重要？

A. 理性

B. 聪明

C. 脾气

D. 耐心

10. 当巴菲特年轻的时候，他的人生目标是什么？

A. 成为世界上最伟大的投资家

B. 成为报纸出版商

C. 成为政治家

D.成为富有的人

11.如下哪一句很好地总结了巴菲特的驱动力是什么？

A.他希望通过赚钱来证明自己的价值

B.他喜欢看着钱增长

C.避免成为一个穷孩子

D.上述总和

12.下面的哪一个选择，使得巴菲特乐意在上面花钱？

A.私人喷气飞机

B.昂贵的汽车

C.精美的菜肴

D.巨大的豪宅

13.下面哪一项是理性投资者的特征？

A.联系现在和未来

B.知道历史会重演

C.不会看重太遥远的未来

D.从过去推导现在的能力

14.下面哪句总结了巴菲特的看多观点？

A.巴菲特对于股市总是持乐观态度

B.他看多能产生现金的企业

C.他看多美国

D.他看多市场选择性

15.当被问到大多数人都对股市恐惧之时，他如何应对这种情况时，巴菲特说了什么？

A.他试图“从他人的恐惧中受益”

B.他试图“当他人混乱时，策略性进入”

C.他试图“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧”

D.他试图成为“鲨鱼，当嗅到水中有腥味时”

16.下面哪一句总结了巴菲特具有的超越大多数投资者的分析优势？

A.他确定安全边际的方法

B.他将股票视为企业的一部分的观点

C.他预测公司发展前景的能力

D.他具有发现别人无法发现的价值的价值的能力

17.当传统的投资分析在讨论资本资产定价模型、贝塔系数、现代投资理论时，巴菲特关心什么？

A.利润表

B.资本再投资要求

C.公司产生现金的能力

D.所有上述总和

18.如果一个企业家被问及购买一家企业的首要考虑因素时，第一个答案应该是：

A.企业能产生多少现金

B.企业价值几何

C.最大的竞争对手是谁

D.企业出售的动机是什么

19.巴菲特认为学投资的学生应该学习什么课程？

(1) 企业估值。

(2) 企业介绍。

(3) 股价。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

20. 在买入一只股票后，巴菲特认为股市的何种情况对于伯克希尔公司而言并无太大的影响？

A. 股票如果下跌50%，伯克希尔将买入更多

B. 该公司宣布重组以提升利润

C. 该公司宣布通过并购提升营收

D. 股市关闭一两年

21. 巴菲特对于宏观经济的看法是怎样的？

A. 对于宏观经济的判断有利于推断入市时机的抉择

B. 知晓经济周期有助于做投资决策

C.巴菲特在进行投资决策时，不太关注宏观经济层面

D.伯克希尔注重宏观经济分析

22.了解一家企业如何产生销售、成本、盈利等，这些符合巴菲特的哪个准则？

A.企业是否拥有良好的长期前景

B.企业是否简单易懂

C.管理层是否理性

D.企业价值几何

23.下面的哪一个词能符合“企业是否拥有良好的长期前景”这一准则？

A.特许经营权

B.集团公司

C.超级公司

D.非商品企业

24.关于“弱特许”和“强普通”的企业描述，下面哪一个是真的？

(1) 一个“弱特许”型的企业比“强普通”型的企业更具有前景。

(2) 一个“强普通”型企业如果有低成本的供应商，能获得超越平均的回报。

(3) 一个普通商品型企业遇到较弱的管理层也能生存。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

25. 如果一家企业的管理层将盈利用于再投资，并认为投资回报会超过资本成本，这时适用什么准则考量？

A. 管理层对股东是否坦诚

B. 需找具有高利润率的企业

C. 管理层是否理性

D. 企业价值几何

26. 下面哪些行为表明公司管理层对股东具有坦诚的态度？

(1) 管理层对每个部门运营表现做出的报告通俗易懂。

(2) 在谈论成功的同时，管理层对于失败的讨论也能开诚布公。



(3) 对于公司的目标就是股东回报的最大化这一点毫不隐晦。

A. (1) (3)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

27. 巴菲特认为的“惯性驱使”是指什么？

A. 管理层应该关注股东价值的提升

B. 管理层应该对股东持开放、忠诚的态度

C. 管理层应该聚焦于盈利提升

D. 管理层应该避免来自同行的非逻辑行为诱导

28. 根据巴菲特的观点，哪一个财务指标可以用于衡量公司年度的表现？

A. 净资产收益率

B. 销售增长

C. 盈利增长

D.边际利润增长

29.“产生现金的能力决定了企业的价值”，这句话适用于哪个准则？

A.专注净资产回报率，而不是每股盈利

B.计算“股东盈余”

C.追求公司的高利润率

D.公司价值几何

30.下面哪个观点反映了巴菲特所说的“一家好企业通常都有良好的成本控制”？

A.具有高利润率的企业

B.是否具有持续稳定的经营历史

C.管理层是否能抗拒惯性驱使

D.企业价值几何

31.下面哪一项最好地表述了巴菲特的“每一美元的留存利润，至少创造一美元的市值”准则？

A.如果公司市值的变化大于公司留存利润，说明公司被高估了

B.如果公司市值的变化小于公司留存利润，说明公司被低估了

C.如果公司市值的上升小于公司留存利润，说明公司倒退了

D.上述无一正确

32.下面哪一个表述体现了“必须确定企业的市场价值”这个市场准则？

A.企业留存利润的数量

B.企业持续期间所产生现金流的贴现

C.未来五年的预期每股收益

D.账面资产加上现金

33.一旦确定了企业的价值，在投资流程中下一步做什么？

A.将该企业的价值与同行进行比较

B.寻找管理层的弱点

C.寻找替代投资对象

D.确定该公司的合适价格以进行投资

34.如果所投资的企业没有达到预期运营目标，巴菲特运用什么方法应对这种情况？

(1) 他通常选择那些简单、稳定的企业，以避免这类可能。

(2) 他在买入时，设定较大的折扣率。

(3) 他坚持在价格与价值之间具有安全边际。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

35. 根据巴菲特的观点，在投资组合中什么是最优先考虑的因素？

A. 股价变化

B. 透视盈余

C. 营收增长

D. 每股盈利增长

36. 如果你的投资组合中产生了富余的现金，想买更多，这时巴菲特有何建议？

A. 如果它能增加组合多元化就买入

B. 先不着急出手，直至有更好的机会出现

C.进行更多调查研究

D.考虑现金替代品，直到有更好的投资机会

37.伯克希尔成功的支柱有哪些？

(1) 公司旗下各个子公司产生大量的现金流。

(2) 资本配置投资于那些能产生更多现金的机会。

(3) 公司旗下各个企业管理的去中心化。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

38.下面哪一项表述了巴菲特对于换手交易成本的考虑？

A.这种成本更多源于人性弱点，而不是财务需求

B.这种成本基于交易成本和佣金

C.当进行新的并购时，会有无法确定的财务成本

D.上述所有都正确

39.下面哪一个正确描述了企业与股价的关系？

- (1) 股价的走势与企业不存在必然相关性。
- (2) 股价走势常常预示企业发展。
- (3) 企业的发展状况最终会被股价反应证明。

A. (1) (2)

B. (2) (3)

C. (1) (3)

D. (1) (2) 和 (3)

40.下面哪一种品质巴菲特最为看重？

A.正直

B.理性

C.诚实

D.驱动

## 问答题

- 1.一个人如何区别运气与技能在企业成功过程中所扮演的角色？
- 2.当被问及如何在动荡不已、令人胆寒的股市大海上航行时，巴菲特是如何回答的？
- 3.根据管理学专家的观点，成功的企业应该具有哪三个明显的优势？
- 4.在华盛顿大学演讲时，当巴菲特被问到他是如何变得如此富有的，他是如何回答的？
- 5.什么被认为是巴菲特的驱动力？
- 6.谈到股票分析，是什么使得巴菲特与众不同？
- 7.什么经历使得巴菲特与绝大多数职业基金经理人不同？
- 8.巴菲特认为学投资的人只需要学好哪两门课程？
- 9.股票市场有什么特性？
- 10.巴菲特对于股市大盘或整体经济状况会考虑多少？
- 11.伯克希尔的三个支柱是什么？
- 12.如果你打算做一项长期投资，你会对投资的企业问哪三个问题？

- 13.如果你打算做一项长期投资，你会问企业管理层哪三个问题？
- 14.如果你打算做一项长期投资，在财务方面应该问哪四个问题？
- 15.如果你打算做一项长期投资，关于公司股价应该问两个什么问题？
- 16.如何评估一家投资组合公司的经济表现？
- 17.当一个人更关注企业股东盈余的增长而不是股价的波动时，其行为有何不同？
- 18.巴菲特相信什么样的商业模式？
- 19.当寻找投资对象时，怎样才能有效运用时间？



## 答案

### 选择题

1.C。判定世界上最伟大投资家的方法有两个：一是相对跑赢大盘；二是跑赢大盘的持续时间。两者都需要。因为有无数人都在一段时间内跑赢过大盘，仅仅是短期跑赢大盘不算数，只有做到长期跑赢大盘，这样的案例才有借鉴意义。

2.B。迈克尔·莫布森在他的《成功方程式》一书中，恰当地描述了在企业界、体育界和投资界中，对于运气和技能两种因素的衡量，指出区别二者的方法是对于结果的长期测量。运气或许在短期内会扮演角色，但历史告诉我们，技能最终起到至关重要的作用。

3.D。尽管当时的目标是每年至少6%的回报，但巴菲特自己设定了一个更高的目标：每年击败道琼斯指数10%。实际上，他做得比这更好，1956~1969年，巴菲特的合伙企业年回报率达到29.5%，比道琼斯高出22个百分点。

4.A。尽管自1956~1969年道琼斯指数有五年下跌，但巴菲特最初的投资没有一年下跌。

5.C。1965~2012年，伯克希尔的账面价值从19美元/股上升到114214美元/股，相当于19.7%的年复利回报率，同期标普500指数的年复利回报率为

9.4%，伯克希尔整整胜出了10.3个百分点。

6.B。1965~2012年，在这48年的时间里，伯克希尔仅有两年录得账面损失，约合4%的年份。

7.D。管理学专家相信成功企业具有以下三个优势：行为优势、分析优势、组织优势。这可以解释为什么一些投资者能持续跑赢大势。

8.C。巴菲特认为，成功的投资不要求有高智商或在商学院接受教育。最为重要的是气质，当他谈到气质时，指的是理性。

9.A。芒格认为，理性因素令巴菲特与众不同。

10.D。巴菲特想成为一个富有的人。他小时候曾说，在30岁之前成为百万富翁，否则将从奥马哈最高的楼上跳下去。

11.B。巴菲特说：“并不是我喜欢钱，而是我喜欢看着它增长。”

12.A。除了私人喷气飞机外，巴菲特不会在其他奢侈品上花钱。他仍然住在1958年买的房子里，开着老款的美国车，每日享用的是普通的食物，例如汉堡包和冰激凌。

13.D。理性投资者的一个重要且有价值的特征是具有从过去推导现在的能力。

14.C。巴菲特看多美国。他指出，美国这片土地为任何愿意打拼的人们提供了众多的成功机会，他总是以乐观、积极、向上的态度看待这一

切。

15.C。当被问及，如何在动荡不已、令人胆寒的股市大海上航行时，巴菲特以一贯的平易近人的口吻说：“我只是在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧而已。”

16.B。当巴菲特投资时，他看的是企业，而大部分投资人看的是股价，他们花很多时间关注股价、推测、预测股价变化，却很少花时间了解一下他们部分拥有企业的基本面，这就是巴菲特与众不同的根源所在。

17.D。当大多数投资者积极学习CAPM（资本定价模型）、贝塔系数、现代投资理论之时，巴菲特在学习利润表、资本再投资要求、公司产生现金的能力。

18.A。巴菲特认为，投资者与企业家应该具有同样的方式看待企业，因为他们想要的是同一样东西。企业家想买的是全部，而投资者买的是部分。如果你问一个企业家在购买一家企业时如何考虑，他可能会说：“它能产生多少现金？”金融理论表明，长期而言，公司的价值与其产生现金的能力呈正相关的线性关系。这样，为了获取利润，企业家和投资人都应该关注同样的变量因素。

19.C。巴菲特说：“我们的观点是，学投资的人只需要学好两门课程：如何估值企业，如何对待股价。”

20.D。巴菲特说：“我们买了股票之后，即便股市关闭一两年，我们也

不会担心。例如，我们拥有100%股权的禧诗糖果，我们根本不需要每天有什么报价来证明我们干得好不好。那么同样的道理，为什么我们需要给可口可乐每天报价呢？”

21.C。巴菲特会偶尔关注一下经济大势，但他不会花大量的时间、精力分析预测宏观经济前景。

22.B。太多的人买一只股票，却不了解其销售、发生费用、产品利润等。除非你对于所投资的企业非常了解，知道它们的运营模式，否则不可能预见它们的未来。

23.A。最佳的企业是拥有长远前景的企业，也就是巴菲特所说的拥有“特许经营权”的企业。特许型企业的产品或服务是被需要或人人渴望、无可替代的，其利润不会受到侵害。通常，这样的企业拥有商誉，能很好地抵御通货膨胀的影响。

24.A。大多数企业介于“弱特许”和“强普通”之间。一家弱的特许经营权型企业的长远前景要优于一家强的普通型企业。即便一家弱的特许类企业仍然可以具有价格优势，让它赚取超出平均水平的投资回报。相反，一家强的普通型企业，只有在其供应商提供低价成本的基础上，才能获得超出平均的回报。拥有特许型企业的一个优势在于，即便遇到无能的经理层，它仍然能生存，而普通型企业遇到这种情况将会致命。

25.C。这适用“管理层是否理性”准则。一个理性的管理层只会将钱投资于那些产出更高回报的项目上。如果找不到回报大于成本的项目，理性

的管理层会将资金还给股东，通过提高分红或回购股份的形式。

26.D。三个行为都表现了管理层对于股东的坦诚态度。在评估管理层是否坦诚时，问如下一些问题：公司管理层是否以一种你能明白的方式，报告每一个部门的运营情况？他们是否开诚布公地面对失败，就像宣扬成功一样？最为重要的是，管理层是否公开承诺，公司的重要目标是将股东利益最大化？

27.D。有一种看不见的力量会使管理层陷入非理性行动，并置股东利益于不顾，这种力量就是惯性驱使。像旅鼠一样没头脑地模仿他人，他们的行为逻辑就是觉得大家都这么干，一定是对的。对于管理层竞争力的一个测量手段就是，他们能否独立思考，避免从众效应。

28.A。大多数投资人通过每股盈利来判断公司的年度表现，巴菲特更看重净资产收益率这个指标。考虑到公司年复一年资本基础的增加，真正的衡量年度表现的方式是，净资产回报率——运营利润与股东权益之比。

29.B。巴菲特提出了一个更为准确的词语——“股东盈余”，用于进行公司估值。确定股东盈余的方法是，在净利润基础上，加上折旧、损耗和摊销，减去资本支出。这些资本支出是为了维持公司竞争优势和产量而发生的。

30.A。高利润率不仅反映公司管理层的能力，而且反映了其控制成本的顽强精神。巴菲特喜欢那些注重成本控制的经理，憎恨那些放任成本上升的经理。股东间接地拥有公司利润，每一美元的浪费都会损害公司一美

元的利润。多年以来，巴菲特观察到，那些高成本运营的公司总是会有理由保持或增加运营成本，而控制成本良好的企业总能发现方法削减成本。

31.C。如果公司市值的上升小于公司留存利润，说明公司倒退了。但如果你的公司能善用留存的利润，获得超出平均水平的回报，那么，公司市值的上升将会多于留存的利润总额。这样，每一美元的留存就创造出了多于一美元的市值。

32.B。企业的价值是它预期未来生命存续期内产生的现金流，在一个合理利率上的折现。

33.D。根据市场准则“相对于公司的价值，能否以折扣价格购买到”，一旦你确定了公司的价值，下一步就是看看市场价格。巴菲特的标准是，用比价值低得多的价格买到。

34.C。对于错误地分析公司未来的现金流这种情况，巴菲特有以下两种方法对应：第一，他通过选择那些业务简单易懂、特点稳定的企业，以提高他的预测的准确性；第二，他坚持每一个投资的对象都具有安全边际，就是买价低于其内在价值。这个安全边际创造了一个提供保护的安全垫，以对应公司未来现金流的变数。

35.B。巴菲特认为透视盈余的增长，而不是股价的变动，更应该处于优先考虑的地位。如果你是企业的所有者，你不可能为了蝇头小利而卖出你最好的企业。对待你的股票投资组合，方法并无不同。

36.B。在投资中，拥有股票就像拥有企业一样认真。在这个过程中，不要仅仅因为拥有多余的现金，就随便出手。如果预选对象没有通过你的准则测试，不要出手，耐心等待机会的出现。不出手，不代表你停止工作和思考。在巴菲特的心里，一个人一生很难做出数以百计的正确决策，只要做出为数不多的智慧决策就已经足够了。

37.D。伯克希尔的成功基于以下三个支柱：首先，公司的各个子公司产生大量的现金流，向上供给奥马哈总部。其次，巴菲特作为资本的配置者，将这些现金进行再投资，投资于那些能产生更多现金的机会。最后一个支柱是去中心化。每一个子公司的都有各自富有才华的管理团队负责日常工作，不需要巴菲特操心。

38.A。巴菲特认为换手交易成本更多的是出于人性的弱点。他认为如果你拥有最好的企业、最好的管理团队、最好的股东，为什么要人为打断这种良好的长期价值创造的组合呢！

39.C。巴菲特知道企业的发展终将引导股价的变化。当然，股价每一次波动并非都反映企业的变化，但如果放在更长远的时间看，股价的变动最终会与企业发展的实际情况相一致。

40.B。理性。巴菲特最看重在决策中的理性思考。尽管金融市场变幻无穷，但总有一些基本底线。巴菲特的成功就是多年一直坚守底线，不偏离的结果。

## 问答题

1.对于成功到底是归结为运气所致，还是技能所致，时间终将揭晓答案。短期而言，运气或许会扮演角色，但长期而言，技能最终会起到至关重要的作用。

2.每当被问及这类问题时，巴菲特以一贯的平易近人的口吻说：“我只是在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧而已。”

3.管理学专家相信成功企业具有以下三个明显的优势：行为优势、分析优势、组织优势。

4.巴菲特回答说：“在我的例子中，如何变成今天这个样子实际上非常简单。这与IQ无关，我肯定你们听了会很高兴，最重要的事情是理性。我认为一个人的IQ或天赋就像发动机的动力，但是动力的输出，也就是发动机的效率却依赖于理性。很多人拥有400马力的动力，但是输出功率只有100马力，这还不如只有200马力的动力全数输出的效率。”

5.巴菲特的驱动力是理性，他投资的策略就是理性配置资本。管理层如何配置公司盈利的理性决策是巴菲特最为重视的。

6.当巴菲特投资时，他看的是企业，而大部分投资人看的是股价，他们花很多时间关注股价、预测股价走势，却很少花时间了解一下他们部分拥有企业的基本面，这就是巴菲特与众不同的根源所在。

7.巴菲特具有拥有和运作企业的经历，这给了他独特的优势去分析思考，他经历过企业的成功和失败，并将其经验运用在股票市场上。大多数



职业投资人没有实业方面的经验。

8.巴菲特认为学投资的人只需要学好两门课程：如何估值企业，如何对待股价的波动。

9.股市常常躁狂抑郁，对于未来有时会欣喜若狂，有时会莫名其妙地低落沮丧。

10.巴菲特不太关心大盘或宏观经济，也根本不需要每天有什么报价来证明自己干得好不好。他会偶尔关注一下经济大势，但他不会花大量的时间、精力分析预测宏观经济前景。

11.伯克希尔的成功基于以下三个支柱：首先，公司的各个子公司产生大量的现金流，向上供给奥马哈总部；其次，巴菲特作为资本的配置者，将这些现金进行再投资，投资于那些能产生更多现金的对象；最后一个支柱是去中心化。每一个子公司的都有各自富有才华的管理团队负责日常工作，不需要巴菲特操心。

12.会问以下三个问题：

（1）企业是否简单易懂？

（2）企业是否具有持续的运营历史？

（3）企业是否有良好的长期远景？

13.会问以下三个问题：

(1) 管理层是否理性？

(2) 管理层对股东是否坦诚？

(3) 管理层能否抗拒惯性驱使？

14. (1) 公司净资产回报率如何？

(2) 公司“股东盈余”如何？

(3) 公司是否具有高利润率？

(4) 公司的每一美元留存利润，是否能创造至少一美元的市值？

15. (1) 公司价值几何？

(2) 是否可以较大折扣价格买到？

16. 巴菲特用“股东盈余”这个标准来衡量企业的价值，用以选定能长期为股东提供最高股东盈余的企业。确定股东盈余的方法是，在净利润基础上，加上折旧、损耗和摊销，减去资本支出。这些资本支出是为了维持公司竞争优势和产量而发生的。

17. 当一个人更关注企业股东盈余的增长时，就不会因为贪图蝇头小利而卖出优秀的公司。同时，在选择投资对象时，也会更认真、仔细。

18. 巴菲特一直在不断地寻找模式，在分析企业时，他知道这些企业的

经营模式能揭示未来股价的模式。股价虽然不会跟随企业的每一次变化而做出及时的反应，但假以时日，股价的变化模式终将与企业基本面的模式相一致。

19.投资者应该将时间用在阅读公司报表以及行业报告上，这样可以培养企业家的视角。另外，尽力亲力亲为、独立思考，而不是轻信以嘴为生、信口开河的股评家的建议。



WILEY

WARREN BUFFETT SPEAKS

Wit and Wisdom from the World's Greatest Investor

用巴菲特的话讲述巴菲特，还原伟大投资者的思想精华

# 沃伦·巴菲特 如是说

[美] 珍妮特·洛 著 徐虹 译  
Janet Lowe



机械工业出版社  
China Machine Press

# 沃伦·巴菲特如是说

Warren Buffett Speaks : Wit and Wisdom from the  
World's Greatest Investor (美)珍妮特·洛 (Janet  
Lowe) 著

徐虹 译

ISBN : 978-7-111-59832-9

本书纸版由机械工业出版社于2018年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com 官方网址：www.hzmedia.com.cn 新浪微博  
@华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

# 目录

译者序

致谢

绪论

## 第1章 关于生活

奥马哈在哪里？是怎样的一个地方

以自己想要的方式生活

想吃什么就吃什么

要有业余爱好

充满激情

志存高远

定位准确

专注于既定目标

规划人生蓝图

诚实

请说出事实的真相

写给《华尔街日报》的信

培养良好品格

相信自己

不要过于自信

不要上当

分享智慧

不服老

## 第2章 关于朋友

理解友谊的真谛

为朋友打抱不平

辅佐州长施瓦辛格

建立一生的友谊

## 第3章 关于家庭

不要溺爱孩子

巴菲特的孩子们

和妻子相濡以沫

善待母亲

## 第4章 关于工作

为兴趣工作

及早开始

在喜欢的地方工作

和优秀的人共事

善于鼓励别人  
忠于合作伙伴  
珍惜时间  
急流勇退

## 第5章 关于经营

善于沟通  
知道什么时候说“不”  
树立榜样  
关心股东  
雇用的人好，管理的就少  
阅历更重要  
善于配置资本  
勇敢  
能力的交叉  
伯克希尔-哈撒韦公司：强大的投资机器

## 第6章 关于投资

投资哲学  
认清敌人：通货膨胀  
经验的顿悟  
别在意教授怎么说  
遭遇“市场先生”：你的仆人而非领导  
忽略“市场先生”的情绪  
聆听机遇的召唤  
理解价格和价值区别  
寻找内在价值  
期待市场出现步调不一  
收益！收益！收益！  
向前看，不要向后看  
规避风险  
不要赌博  
关注非同寻常的市场环境  
不要被市场环境所左右  
避免过度负债  
寻找刺激的交易  
在可能的情况下进行套利  
要有耐心  
独立思考  
拥有合适的工具  
警惕华尔街

只买你了解的股票  
老将叱咤新兴市场  
中国石油公司  
能力的拓展  
养成阅读的习惯  
像记者那样刨根问底  
让投资变得简单  
深入思考  
知道你寻找的是什么  
不要为数学绞尽脑汁  
崇尚节俭  
树立切合实际的目标  
面对现实  
期待改变  
能应对改变  
承认错误  
不要犹豫不决  
低调涉足航空业  
从错误中学习  
买入如童话故事般美好的股票  
寻找卓越的公司  
保证投资的质量  
垃圾债券  
评估特许权的价值  
重视价格机制的力量  
寻找拥有廉价流动资金的公司（然后要对这家公司进行正确的定位）  
学着喜欢垄断  
寻找以所有者立场思考的经理  
管理层固然重要，但好的公司更重要  
避免制度性强制（公司的“旅鼠行动”倾向）  
偏爱那些回购自己股票的公司  
不要害怕多元化投资  
进行长期投资  
善于总结  
当你因为追随巴菲特的投资脚步而变得富有时，请回馈社会  
投资是有利于增进公众福利的方式  
当报酬与付出不成比例时，你会怎么做  
心甘情愿地纳税  
慷慨付出



有关慈善捐赠的想法

巴菲特的捐赠是否会影响伯克希尔-哈撒韦公司

结束语

附录A 伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值和标准普尔500指数的对比

附录B 伯克希尔-哈撒韦公司股价概览（1962～2017年）

附录C 巴菲特活动年表

注释

## 译者序

1930年8月30日，在股灾的阴霾中，沃伦·巴菲特出生于美国内布拉斯加州的奥马哈市。他白手起家，一步一步攀升至《福布斯》美国400富豪榜，正如《时代》杂志记者约翰·罗斯查德所说的：“在财富金字塔的顶端，有石油大亨、房地产巨头、航运巨子和许多强取豪夺的资本家，但巴菲特是第一位靠股票投资跻身于财富金字塔顶端的人。”

市面上不乏关于巴菲特投资理念的书，本书则试图从生活、家庭、朋友、工作、经营、投资等多个视角为读者呈现这位世界上最成功的投资者的个性、人生哲学以及他身上最本质的东西。但也许正如本书作者珍妮特·洛所说的那样：“除了他自己的话语之外，其他语言都不足以充分勾勒出独一无二巴菲特，因为没有人会比巴菲特更了解巴菲特！”正是出于这种考虑，她搜集、整理了巴菲特充满智慧、不乏幽默的言论以及一些与他有关的轶事和旁人的评论，按照清晰的逻辑框架串成了一个完整的“巴菲特传奇”。

对于巴菲特言论原汁原味的引用是本书的特色，充分呈现了他的睿智、冷静、幽默、执着、宽容和正直，“每一段言论都是研究巴菲特人生哲学的一条线索”。对于生活，他忠于自己的感受，“精彩地生活，知足常乐”是他对生活的态度。他就像武侠小说中的侠客那样，为朋友打抱不平，“两肋插刀”，他辅佐州长阿诺德·施瓦辛格，与查理·芒格的友谊历久弥坚。他注重家庭，与妻子苏珊分居多年仍信守婚约的承诺，直至她去世；他不溺爱孩子，认为“给他们太多的钱是既不正确也不明智的，富可敌国的巨额财富将更加扰乱竞技场的公平竞争，应该让他们经受磨炼而不是为他们铺平道路”。巴菲特对工作的态度和他对生活的态度是一致的，认为工作就是“和一些非常优秀的人一起为自己一生的梦想而奋斗”，如果“无法做自己想做的事情，那人生又有何乐趣可言”？

善于沟通和关心股东是巴菲特经营的法宝：他亲自执笔的公司年度信件条理清晰、公正客观，就像是为某个熟悉的朋友而写的，每年的伯克希尔-哈撒韦公司年会成为巴菲特和股东沟通的重要方式；巴菲特注重维护股东利益，让“他们觉得自己是公司的主人”。

巴菲特的投资理念是本书着墨最多的内容。美国的证券市场，在经历了20世纪20年代末30年代初的股灾之后，诞生了以本杰明·格雷厄姆和巴菲特为代表的价值投资理念。价值投资，简单地说，就是以企业的内在价值作为股票投资的选择标准，它是投资者选择投资对象的一个重要基础。格

雷厄姆被誉为“价值投资之父”，而他的学生巴菲特更是这一投资理念忠实的拥护者和成功的实践者。从某种意义上说，在价值投资这条路上，巴菲特走得比格雷厄姆更远，他数十年如一日，坚持以价值投资为导向，孜孜不倦地寻求以合理的价格收购那些出类拔萃的企业，他把这一过程比喻为“狩猎”，他从中享受到了乐趣，当然，也使自己的财富如滚雪球般迅速增加。

巴菲特的人格魅力还体现在他的社会责任感上，这表现在他心甘情愿地纳税以及对于慈善事业的慷慨捐赠：他把投资看作“有利于增进社会福利的方式”，认为纳税“能为社会公共事业提供资金”。他身体力行地实践着这一切，2006年更是做出惊人之举——宣布向比尔和梅琳达·盖茨基金会（BMG）捐赠310亿美元，再加上向家族基金会捐赠的金额，他把自己财富的85%投入到慈善事业，这是美国历史上最慷慨的捐赠行为。他的行为令我们肃然起敬，但他却谦虚地认为这是自己对于社会的应有回馈，因为他始终认为“这个社会给予我的奖励远远超出我为它所付出的一切”，他还敦促投资者，“当你因为追随巴菲特的投资脚步而变得富有时，请回馈社会”。

通过这些线索，一位严格的父亲、一位睿智的管理者、一位伟大的投资者和一位慷慨的慈善家的形象跃然纸上。珍妮特·洛作为曾出版过《比尔·盖茨如是说》和《杰克·韦尔奇如是说》的传记作家，视角独特、笔触细腻地为我们呈现了一个与众不同的巴菲特，书中所引用的许多巴菲特经典言论，如电花火石般地引起我们炽热的共鸣，而言论中所闪烁的智慧之光更是值得我们久久回味。

本书在翻译过程中得到了浙江师范大学工商管理学院不少老师的帮助，其中吴振阳老师自始至终给予了指导和帮助，此外本书还得到了张国胜、孙伯良、何菊芳、傅黎瑛、彭红英等老师的支持和帮助，在此一并致以衷心的感谢！由于译者水平有限，翻译过程中难免存在不当之处，敬请读者批评指正。

徐虹

## 致谢

本书得以付梓，得益于许多人的帮助，在此，我要感谢帕姆·巴菲特（Pam Buffett）、沃伦·巴菲特、Jolene Crowley、Elizabeth Douglass、Lorena Goeller、Arthur Q.Johnson、Steve Jorden、Irving Kahn兄弟、Kathy Lowe、Bruce Marks、Charles T.Munger、Doerthe Obert，以及沃尔特&埃德温·施洛斯股份有限公司的Walter Schloss、R.Hutchings Vernon、Kathy Welton。我也要对直接促成本书出版的编辑Kevin Commins和发行商Alice Fried Martell表示衷心的感谢。

本书还得到许多媒体和组织的大力支持，在此一并表示感谢。它们是《圣迭戈先驱论坛报》（San Diego Union-Tribune）、《奥马哈世界先驱者报》（Omaha World-Herald）、北卡罗来纳公共电视基金会和北卡罗来纳大学教堂山分校凯南-弗拉格勒商学院等。

此外，我对于能有机会在苏珊·巴菲特、凯瑟琳·格雷厄姆、红杉基金公司的创办者威廉·鲁安去世之前采访他们心存感激。

## 绪论

世界上还会有人比巴菲特有更多的绰号吗？《名利场》（Vanity Fair）称他为“金融界的阿甘”，<sup>1</sup>有人称他为“奥马哈之神”“奥马哈的朴素商人”“因循守旧的资本家”“沃伦爵士”（带有一点调侃的意味）和“金融界的威尔·罗杰斯”<sup>[1]</sup>。他还被誉为“钻石之王”，因为他收购了一些珠宝商店，其中包括美国第二大珠宝商店——奥马哈的波珊珠宝商店（Borsheim's shop）。

有好几本关于巴菲特的书也试图把握这位世界上最成功的投资者的个性、人生哲学以及他身上最本质的东西。但也许除了他自己的话语之外，其他语言都不足以充分勾勒出独一无二的巴菲特，因为没有人会比巴菲特更了解巴菲特！正是这种信念促使我整理了他的格言警句和独到见解，并奉献给大家。

这位现代美国人心目中的英雄、备受争议的圣人究竟是谁？绪论部分将为大家介绍他的一些基本情况，而正文部分将以他自己的话语娓娓道来，为大家逐渐呈现更多细节，还原一个更加真实的巴菲特。

巴菲特1930年8月30日出生于内布拉斯加州的奥马哈市。他在那里上完小学，之后因为他的父亲霍华德·霍曼·巴菲特在美国众议院连任四届议员，他跟随父亲在华盛顿完成初中和高中学业。大学期间，由于他认为自己在宾夕法尼亚大学沃顿商学院没有学到任何东西，便中途退学，后来在内布拉斯加大学（林肯校区）完成了本科学业，于1950年获得了理学学士学位。之后他向哈佛大学递交了申请，未被录取，却意外地收到哥伦比亚大学研究生院的录取通知书，于是便进入哥伦比亚大学深造，1951年获得了哥伦比亚大学经济学硕士学位。正是在哥伦比亚大学，巴菲特遇见了伟大的投资者、教授格雷厄姆，他很快便成为巴菲特的良师益友。

巴菲特和他青梅竹马的邻居——奥马哈的苏珊·汤普森（Susan Thompson）于1952年结婚，一共育有三个孩子：一个女儿和两个儿子。巴菲特夫妇多年来都居住在不同的城市，却仍保持着密切的关系和深厚的感情，他们的这种关系令很多人觉得困惑。他们一直维持着这种关系，直至苏珊2004年由于中风去世。

苏珊·巴菲特和丈夫共同控股伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway），她是一个乐观、注重感情的人，巴菲特形容她是“崇尚心灵自由”的人。她告诉我：“现在，我一个人过着平静的生活，但我的家庭以及

我所深爱的人永远和我在一起。”她长期居住在旧金山，但巴菲特仍然住在奥马哈。苏珊去世两年后，巴菲特才再婚。

从1997年我初次撰写拙著至今，已时过境迁，但有一些事情依然如故。那么，就让我们先来看看这些仍未改变的事情吧：当时，巴菲特是美国最语出惊人的投资者，如今他依然是一位非常激进的商业领袖；他当时已经跻身于美国富豪排行榜，如今仍位居第二；当时伯克希尔-哈撒韦公司由于高得惊人的股价成为世界上最与众不同的股票，如今它的股价仍居高不下。

巴菲特的年薪仍然维持在10万美元，他仍然是世界最大的200家公司中年薪最低的主席。

接下来，让我们看看发生了什么改变吧：正如巴菲特一直所说的那样，伯克希尔-哈撒韦公司的规模在不断扩大，巨额资金投资的难度也随之加大。随着伯克希尔-哈撒韦公司的发展，扩张和创新不断地发生，但最富戏剧性的变化却发生在巴菲特个人身上。

尽管当年我初次执笔撰写拙著时，他已经相当有名，但对于那些不涉足金融界的人来说，这个名字仍然是相当陌生的。直到巴菲特担任加利福尼亚州州长候选人——阿诺德·施瓦辛格的财政顾问之后，他才首次成为关注的焦点。后来，他把价值大约300亿美元（注意：是300亿而不是3000万！）的资产捐给比尔和梅琳达·盖茨基金会，这使他开始完全暴露在镁光灯下，成为媒体争相报道的对象。

关于他的工作和私生活，《名利场》杂志做了这样的评论：“他最重要的工作是管理自身的影响力。”<sup>2</sup>这种影响力在2007年2月表现得尤其显著，当时仅仅因为巴菲特欲收购报业公司股票传闻，《纽约时报》公司的股价一天之内就上涨了3.8%。尽管巴菲特曾公开表示他对报业公司不再感兴趣，但对于那些对他的投资理念深信不疑的价值投资者来说，《纽约时报》公司还是具有极大诱惑力的，因为它的股价在2004~2007年已经跌了44%。

在此期间发生了一些简单的经济交易，如巴菲特出售了其持有的少量奥马哈皇家棒球队的股票。其余都是一些重大的、刺激的事件，例如他经历了股市的巨幅震荡，在收购通用再保险公司时面临巨大困难等，但伯克希尔-哈撒韦公司最惊人之举可能要数它大举进行国外投资了。

巴菲特个人经历了一些痛苦的重大变故，他生命中一些重要的人纷纷



离他而去，包括他的妻子、母亲、挚友凯瑟琳·格雷厄姆、罗斯·布朗金、威廉·鲁安和菲尔·卡雷特。苏珊的去世还使巴菲特的生活发生了其他一些重大变故，例如他重新调整了慈善捐赠计划和对盖茨基金会的捐赠计划。令人欣慰的是，巴菲特的孩子们似乎已经完全融入了自己的角色定位，至少公众已经对他们有了更深的认识。巴菲特对以他们名义成立的基金会进行慷慨捐赠，通过这样的方式，公开认可了他们的自立和成熟。顺便提一下，给予孩子们的基金的捐款从某种程度上证明了他们的父亲是一位多么天才的投资者：巴菲特和苏珊当初为孩子们建立慈善基金时，向每一个基金捐了129股伯克希尔-哈撒韦公司的A股股票和68股B股股票，当时价值仅仅为2000多美元，但这些股票如今值11353806美元——涨了11351614美元！

本书致力于挖掘巴菲特有别于世界上其他亿万富翁之处。可口可乐公司前总裁唐·基奥（Don Keough）曾说过巴菲特为之奋斗一生的不是金钱而是价值，这的确是巴菲特最坚定的信念。

巴菲特的职业生涯记录很好地说明了这一点。他的第一只投资基金——巴菲特合伙股份公司在1956~1969年保持了32%的税前年平均回报率。在这一由100人组成的合伙关系结束后不久，巴菲特开始着手把伯克希尔-哈撒韦公司从一家纺织工厂改造为一家控股公司——一辆在华尔街所向披靡、无人比肩的“投资战车”。当巴菲特买进最初200股伯克希尔-哈撒韦公司的股票时，股价只有7.50美元/股，加每股10美分的佣金。1965年，巴菲特获得了伯克希尔-哈撒韦公司的控股权，当时公司的股价为12~15美元。在巴菲特掌舵伯克希尔-哈撒韦公司的42年间，伯克希尔-哈撒韦公司每股账面价值增长率是标准普尔500指数增长率的两倍。许多人从巴菲特开始涉足股市之日起，就一直跟随着他投资，如今他们或他们的继承人仍唯巴菲特马首是瞻。

虽然巴菲特的影响力和财富与日俱增，但他仍然保持着一贯的直言不讳、正直、乐观和风趣。《经济学人》把巴菲特对于所罗门公司政府债券欺诈案的处理描述为“及时、坦率和平和”，<sup>3</sup>这恰恰是他一贯的处世之道。他信奉简单的智慧，但我们不能因此低估他的智商、知识或决心。而且巴菲特为自己制定了非常严格的准则，并一直恪守这些准则。

我猜想巴菲特是刻意用通俗的语言和比喻的形式来阐明自己的观点，以便能更好地和我们这些非专业人士沟通。如果他任由自己的专业词汇和智慧泛滥的话，我们中的许多人可能会听得一头雾水。

尽管巴菲特总是彬彬有礼，但他不会在一些他不感兴趣、看起来没有价值或触及他的道德底线的项目、观点或人上面浪费时间。当他的耐心消

耗殆尽时，他也会表现出不耐烦。例如，尽管他很少表达针对某人的批评，但他对于那些过于信奉投资理论，却没有领会股票及股票市场本质的和潜在经济功能的学者不屑一顾。他还无法容忍那些诱导投资者去冒投机风险的投资顾问。除此之外，报道失实、不当的报纸杂志也会使他怒发冲冠。

人们愿意聆听巴菲特的演讲，看他写的文章。股东、家庭成员和朋友涌入奥马哈参加伯克希尔-哈撒韦公司年会，聆听他的演讲。从四面八方汇集到这座小镇的投资者忠诚地追随着巴菲特，那些最早买入伯克希尔-哈撒韦公司股票的投资者更是其中的中坚分子。

20世纪80年代早期，伯克希尔-哈撒韦公司股票的成交价大约在500美元左右，只有15位股东参加年会。到20世纪80年代晚期，伯克希尔-哈撒韦公司的股价徘徊在2500美元左右，大约有400位股东参加年会。20世纪90年代，随着与会者人数不断增加，巴菲特不得不转移到越来越大的会议场所来召开年会。到2006年，1万名巴菲特的忠实追随者使得奥马哈最大的会议中心——奎斯特中心座无虚席。

已经与世长辞的红杉基金（Sequoia Fund）的创办者威廉·鲁安自从于格雷厄姆在哥伦比亚大学举办的研讨会上结识巴菲特后，便和他成为朋友。鲁安这样描述巴菲特的演讲水平：“巴菲特是一个天才，他的演讲如此深入浅出、简明扼要，至少在当时，你能完全理解他所说的一切。”

“巴菲特的天赋在于他总是有超前的想法，”微软公司主席、伯克希尔-哈撒韦公司董事会成员比尔·盖茨这样写道，“这要求我们不仅仅去实践这些格言，更要把它们铭记于心，而巴菲特的确有许多格言值得我们铭记于心。”<sup>4</sup>

巴菲特爱讲故事的习惯曾一度使他受到谴责。有一次，他作为专家证人在一起联邦案件中出庭作证，律师问了他一个问题，法官打断了律师的提问，说：“巴菲特先生，请不要再告诉我们另一个故事！”巴菲特表示抗议，强调这是他一贯的表达方式。法官叹了口气，表示默许，于是巴菲特又长篇大论了一番。<sup>5</sup>

必须指出的是，我曾多次采访巴菲特，或在不同的场合遇见他，我承认自己很欣赏他，这也许会使读者认为我会尽量把巴菲特最好的一面呈现给大家，但这并不是我的目的。我想呈现他与众不同的思考方式，让读者做出自己的价值判断。为此，我在书中收录了一些事件，在这些事件中，巴菲特的行为让人难以理解；本书还收录了其他人的观点，他们认为巴菲



特并不是那么令人生畏。但我不得不承认这些素材都是以一种最友善的语言来呈现的，因为，如果我认为巴菲特身上没有什么值得挖掘的东西的话，我不会在本书上花费这么多的时间和精力。考虑到许多其他因素施加在他身上的巨大压力，他在“崇尚自我”方面的表现是值得赞赏的。

令人愉悦的适度幽默和善意是巴菲特性格的重要方面。他的父母显然曾经告诫他，如果不能正确地评价一个人，就不应该发表任何评价。他一直很信奉这一点。但他的性格中还带有一丝精明，认为自己所做的一切都必须是有意义的。因此，虽然他乐于接受各种观点，但除非你能提供新的、有建设性的、补充性的信息，否则不太可能动摇他的观点。一些人由于年龄的增长获得了这种自信，而巴菲特的这种自信显然是与生俱来的，并且他总是时刻准备向别人灌输自己的观点。

我认为这本巴菲特言论集的书名还可以叫作《使投资者受益一生的人生箴言》。我把这些言论（包括一些出自巴菲特自己或别人口中的与他有关的轶事）比较笼统地分成若干章节，每一个章节又由一些小标题组成，每一个小标题的相应内容由引用一段或几段巴菲特的言论，再加上一个小故事或对一件事情的简短陈述组成。必要时，我会以适当的逻辑顺序重新组织这些引用的言论。我认为每一段言论都是研究巴菲特人生哲学的一条线索，而巴菲特正是通过恪守自己的人生哲学，来创造财富、管理财富和为自己以及许多毫不相干的人消耗财富的。书中还收录了重要朋友、家庭成员和同事的评论以及一些相关事件，这些人和事件都有助于使巴菲特的形象更为丰满，它们都在“巴菲特传奇”中扮演了重要角色。

我试图通过对这些言论进行筛选、重新组织和润色，使读者获得对巴菲特人格魅力的感性认识。尽管本书收录的言论都是以对话的语气呈现的，但请记住，这些都是经过重新拼凑的，这意味着这些言论可能不一定按照原来的语序呈现，或者对一些相关问题的评论并不发生在相同场合，但为了行文的需要，我把它们组织在一起。此外，为了能方便读者追寻巴菲特的人生轨迹，本书末尾附有“巴菲特活动年表”（见附录C）。

我并没有把巴菲特的原话完全转换成书面语言，对此，我表示抱歉。但我认为，从某种程度上说，保留巴菲特原汁原味的表述，能使他的评论更有趣。但是，必须指出的是，尽管巴菲特善于演讲，但是当他没有讲稿、漫无边际地闲聊时，逻辑顺序显然也不是太严密——看来他的语法也不是毫无瑕疵的，但谁又能保证自己的语法是毫无破绽的呢？他以自己的方式表达赞同和反对，并加以强调。他一句话可以讲10分钟，用“和”连接每一个分句。当我觉得引用他的原话似乎能更好地表达我的意图时，我就完完整整地援引他所说的每一个字，甚至把一些语言中的瑕疵也原封不动

地保留下来。而且，在可能的情况下，我会加强他所强调的句子的语气。

在极少数情况下，出于正确表达和文章篇幅的考虑，我稍微引用了一些其他文献中的例子。我还删除了一些语气词，或者对名词单复数形式和动词时态进行了修改以便使上下文一致。在绝大多数情况下，我都用括号对这些改动加以注明，如此谨慎是为了尽可能正确地表达巴菲特的意图，因为对于巴菲特来说，正确地被别人理解很重要。曾经有一次，我和他一同前往纽约，在他发表演讲几小时后，有人用电报传给他一篇有关他所发表的评论的文章，文章中有一处非常小但却非常重要的错误。巴菲特显然对此非常恼火，因为这个错误会在世界范围内被反复引用，而且还极有可能被录入许多研究数据库，用不了多久，便成为言之确凿的事实了。对此，他强调：“我并不认为我那么说过。”

因此，当我发现某些引用曲解了他的言论或认为他的言论有可能被曲解时，会在书中对这些容易引起歧义的言论展开讨论。

在本书的编撰过程中，我注意到他有一些有趣的行为模式。例如，巴菲特着手衡量了许多东西的价值——他曾经根据年龄对应的净值来计算送给妻子的订婚戒指的价格，而大多数人并不知道如何来计算自己的净值，或者即使他们知道如何计算，他们也会计算出一个负的数字；他还喜欢诸如此类的假设——“假设你将在n年内（5年、10年……）去世，你打算如何安排余生”；由他执笔的年度信件非常通俗易懂，就像是为一位常年在度假的姐姐而写的；抑或他的投资建议是那么的言辞恳切，仿佛是为了劝诫那些20年都不会改变主意的、非常固执的人；“检票”和“积累求偿权支票”是巴菲特常用的比喻。

读者可能会发现一些我遗漏的细节。我非常想知道读者是如何解读本书的，并希望从他们那里获得改进建议。

薇拉·凯瑟<sup>[2]</sup>的忠实读者能立刻在巴菲特身上发现谦逊的智慧、稳重、深度和凌驾于别人之上的权威，这也恰恰是这位扎根于内布拉斯加州的小说家希望在她志同道合的中部人民身上所看到的特质。但凯瑟并没有明确指出，中部人民究竟是心灵单纯还是天性完美无瑕。这也就是说，我们必须自己做出判断：真实的巴菲特究竟是怎样的一个人？

[1] 威尔·罗杰斯（Will Rogers）是美国著名的幽默作家、慈善家。——译者注

[2] 薇拉·凯瑟（Willa Cather，1873—1947）是美国文学史上第一位潜心描述美国拓荒运动的伟大女作家，出生在弗吉尼亚州，幼时随父母迁居到中

西部的内布拉斯加州。——译者注

## 第1章 关于生活

只要身处内布拉斯加州的巴菲特谈到股市、商业道德或价格的本质时，全世界就会竖起无数只耳朵专心聆听。他的言论通常超越了当前的问题，但总能得到广泛的认同。他的评论似乎触及我们生活的许多方面。尽管他跻身于世界上最富有的人之列，但他的朋友查理·芒格（Charlie Munger）说巴菲特是他所认识的、最幸福的人之一。在阅读巴菲特谈论如何成功地进行投资之前，让我们先来看看他所强调的更为重要的问题：精彩地生活、知足常乐。

## 奥马哈在哪里？是怎样的一个地方

被父亲称为“工作狂”的巴菲特幼年时在奥马哈的公立学校上学。父亲霍华德·巴菲特当选为美国众议院议员之后，全家搬到首都华盛顿，但年幼的巴菲特很渴望能回到家乡奥马哈。

我得了严重的思乡病，我告诉父母自己躺下来时几乎无法呼吸。我让他们不要担心，安心去睡觉，但我几乎彻夜未眠。

最终，他们只好让12岁的巴菲特回到奥马哈，和爷爷一起住到学期结束。<sup>1</sup> 一些人把奥马哈称为“美丽的小岛”，显然，巴菲特非常认同这一点。

后来，巴菲特先后进入宾夕法尼亚大学沃顿商学院和哥伦比亚大学研究生院学习。他曾在纽约为格雷厄姆-纽曼公司（Graham-Newman Company）工作，但在1956年年初，即巴菲特25岁时，他回到奥马哈定居：

我曾在纽约和华盛顿居住过，但纽约拥挤的交通浪费了太多时间。我可以搭乘飞机花3小时飞到纽约和洛杉矶享受大城市的繁华，但我无法忍受住在那儿。<sup>2</sup>

我认为这里（奥马哈）是一个更适合居住的地方。当我回到纽约工作时，曾经一度觉得这座大都市始终充满着触动我的精彩刺激，使我表现出一如既往的亢奋，并开始融入其中。但用不了多久，我的行为就会不受控制，变得疯狂。我想还是这里更适合思考。<sup>3</sup>

巴菲特的小儿子彼得是一位音乐家，他写了一首歌——《内布拉斯加州》，这首歌表达了对内布拉斯加州——美国中部地区的热爱。彼得这样诠释自己的作品：“它表达了我对于家乡的强烈情感，它是我的依靠、归属和精神源泉。”

## 以自己想要的方式生活

巴菲特说：“证券投资吸引我的地方之一就在于能以自己的方式生活，而不必穿得像个成功人士。”<sup>4</sup>

我无法忍受一生之中有什么东西是我想要却无法拥有的。<sup>5</sup>

难道巴菲特的生活方式仅仅表现为随心所欲地生活吗？

赚钱要比花钱容易。<sup>6</sup>

## 想吃什么就吃什么

巴菲特的饮食习惯，代表了典型的、美国人的饮食习惯。

关于食物和饮食，我的偏好很早就无法挽回地形成了——那是一次为了庆祝我5岁生日而举行的、成功的野餐会的结果。当时，我们大吃热狗、汉堡包、软饮料、爆米花和冰淇淋。

巴菲特的得意之作是酵母圣代冰淇淋：把许多好时巧克力浆倒在香草冰淇淋上，然后把麦芽奶粉撒在上面，就大功告成了。他通过精确计算证明了他的配方能提供适量的卡路里<sup>[1]</sup>：

这一配方会产生过多的卡路里。但假设你每天的基础新陈代谢要消耗2800卡路里，通过简单的算术计算，可知每年你能（事实上是你必须）消耗超过100万卡路里。根据我的实际情况，假设我还能活25年，这意味着为了避免因为饥饿而过早去世，我必须吃进2500万卡路里。那为什么我不能享受这种美食呢？<sup>7</sup>

然而有时，美食当前，却依然难敌成本考虑。有一次，有人在餐会上向巴菲特推荐一杯高价红酒。巴菲特握着杯子，幽默地回答道：

不用，谢谢，我宁愿握着钱。<sup>8</sup>

[1] 1卡路里=4.184焦耳。——译者注

## 要有业余爱好

投资对于巴菲特来说既是工作也是娱乐。他把找到合适的投资对象比作“捕获珍稀而敏捷的猎物”<sup>9</sup>。

工作之余，朋友、家庭和桥牌丰富了他的业余生活。他在一些特定场合与家人、朋友聚会，比如参加为女儿举行的庆祝会，祝贺她因为重建玫瑰剧院所做的大量工作而获得奥马哈基督教女青年会颁发的奖章，以及参加比尔·盖茨在夏威夷拉奈岛举行的婚礼等。

每隔一年，他会组织巴菲特社团（Buffett Group）的成员聚会，这些人都是他的老友兼密友。尽管他在背部受伤后不再打壁球，但仍偶尔打打高尔夫。在1996年的年会上，人们注意到巴菲特苗条了许多。对此，他解释说这都归功于自己开始在跑步机上锻炼身体。听众还注意到他不再喝原味可乐或樱桃口味可乐，而改为喝健怡可乐。

桥牌是巴菲特最痴迷的爱好。在专业教练的指导下，他的牌技已提升到一个新的水平。他对这项游戏如此痴迷，他说：

不玩桥牌的年轻人犯了一个严重的错误。<sup>10</sup>

在《福布斯》杂志出版商马尔科姆·福布斯（Malcolm Forbes）——这位以奢华和夸张著称的富翁因突发心脏病去世的前一天晚上，巴菲特还和他一起打桥牌。那晚他们在福布斯位于伦敦的豪宅打牌，由“美国公司六巨头”CASH（Corporate America's Six Honchos）迎战英国议会议员。CASH队的成员有巴菲特、福布斯、贝尔斯通公司（Bear Stearns）主席艾伦·格林伯格（Alan Greenberg）、哥伦比亚广播公司（CBS）主席劳伦斯·蒂施（Laurence Tisch）等。他们从早上一直打到傍晚，CASH队一开始输给了上议院的议员，后来又赢了下议会的议员。巴菲特说：

打桥牌时，我心无旁骛。<sup>11</sup>

我总是说如果能在监狱里找到三个会打桥牌的狱友，我并不介意坐牢。<sup>12</sup>

巴菲特的桥牌教练——沙伦·奥斯伯格（Sharon Osberg）是一位曾两度夺得世界冠军的国际桥牌大师。巴菲特是通过牌友卡罗尔·卢米斯（Carol Loomis）认识他的，他推荐巴菲特用计算机通过ImagiNation这个网络在家



里和全美各地的朋友打牌。

一开始我对计算机心存恐惧，总觉得它好像会咬我一口似的。但万事开头难，一旦开始了就发现其实也很简单。

借助计算机，巴菲特现在可以和居住在加利福尼亚卡梅尔的姐姐、姐夫以及一些住在华盛顿的社会名流一起打牌。他甚至还可以和微软公司创始人比尔·盖茨的父亲威廉·盖茨爵士（一位西雅图的律师）一起打牌：

如今借助于网络，和一些过去经常一起打牌的牌友组成牌局变得更容易。唯一的区别在于，我们如今都相隔千里。有一个星期日，我一连打了6个小时。在过去面对面的牌局中，我从来没有打得这么过瘾。<sup>13</sup>

对此，比尔·盖茨认为：

尽管事实上他一直刻意回避技术和技术投资，但一旦他使用过计算机，便欲罢不能。现在，很多时候巴菲特使用在线服务的频率比我要高。

## 充满激情

激情有时会使人乱花钱，它使巴菲特一时冲动买了架私人飞机“站不住脚号”。他曾考虑以他合伙人的名字将飞机命名为“查理·芒格号”，但芒格每次出行宁愿坐经济舱，也坚持不坐这架飞机。对此，巴菲特说：

我想我是爱上了这架飞机，我要把它带进坟墓。<sup>15</sup>

巴菲特在纽约待了将近一年，帮助所罗门兄弟公司解决一些问题。从那以后，他开始把这架飞机叫作“不可或缺号”。<sup>16</sup>

但狂热终究会过去。当伯克希尔-哈撒韦公司于1995年收购了奈特捷公司（NetJets Inc.）之后，巴菲特对私人飞机的狂热结束了，他和芒格都开始乘坐以持部分所有权形式拥有的公司喷气式飞机。如今，巴菲特对奈特捷这种运营模式仍给予高度评价。

一直以来，巴菲特对于软饮料有着难以割舍的情结，一开始喜欢百事可乐，后来喜欢可口可乐（确切地说，他喜欢樱桃口味的可口可乐）。巴菲特家族曾经举办过一个聚会，已故的苏珊·巴菲特当时把足足堆砌了3英尺<sup>[1]</sup>高的百事可乐空瓶镶嵌在窗口用来装饰入口。

苏珊曾说：“熟悉巴菲特的每个人都知道他身上流的不是血，而是百事可乐。他有时甚至以百事可乐当早餐。”

[1] 1英尺=0.3048米。——译者注

## 志存高远

在一次伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，有一位股东问巴菲特：既然他已经成为美国最富有的人，那么他接下来的目标是什么呢？巴菲特回答道：“这很容易回答，我接下来的目标就是要成为美国最长寿的人。”<sup>17</sup>

但他并不好高骛远。

我不会试图跃过7英尺高的横竿：我会环顾四周，寻找一根1英尺高的横竿，因为我知道这个高度是我能跃过的。<sup>18</sup>

### 投资者注意：沃伦·巴菲特正横穿街道

1996年的年会上，一位投资者问，如果巴菲特被卡车撞了，对伯克希尔-哈撒韦公司会产生怎样的影响。事实上，这个让人措手不及的问题出现的频率超过了早餐桌上出现吐司的频率。“我通常会说，我只能对那辆卡车表示遗憾。”巴菲特有时也会幽默一把。在过去的那些年里，他有过各种各样妙语连珠的回答，现部分摘录如下：<sup>19</sup>

**1985年：**在一篇关于伯克希尔-哈撒韦公司对于所收购公司长远计划的文章中，巴菲特提到：“经理对公司负有义务，因此即使我个人过早地退出伯克希尔-哈撒韦公司的管理事务，投资者也没有什么可担心的。”<sup>20</sup>

**1986年：**“这是我每年都要被问到的、众所周知的‘卡车’问题。如果我今天被卡车撞倒，芒格会继续经营这个公司，你们不必抛售伯克希尔-哈撒韦公司的股票，我们的投资将会继续。”巴菲特还猜测：“伯克希尔-哈撒韦公司的股价可能在我离开公司的那一天上涨到一个季度或半年里的最高价。如果股价真的上涨这么多的话，我会非常失落。”<sup>21</sup>

**1991年：**“不管我在与不在，公司都能正常运行，因此我身在何处并不重要。”<sup>22</sup>

**1993年：**媒体甚至有时会拿巴菲特的死亡来开玩笑。一位电视台记者问他希望自己去世后以怎样的方式被人铭记，巴菲特说：“我希望听到财政部长说，‘谢天谢地，他终于走了’。”<sup>23</sup>

**1994年：**“我已经公开宣布，我打算一直经营伯克希尔-哈撒韦公司，

直至去世。但即使我去世，由于伯克希尔-哈撒韦公司一切已步入正轨，其他人也能胜任公司的管理工作。”<sup>24</sup>

**1995年：**在年会上，一位听众说：“我打算购买伯克希尔-哈撒韦公司的股票，但我很关心发生在您身上的一些事情，因为我无法承受任何风险。”巴菲特答道：“我同样无法承受任何风险，所以您大可放心。”

**2000年：**那位司机并不想成为马路杀手，但“如果不幸已经发生，那么我希望他没有在政府雇员保险公司（GEICO）投保”。<sup>25</sup>

**2006年：**2006年巴菲特捐赠300亿美元慈善基金的计划让全世界为之震惊，股东获悉：巴菲特认为他终将去世，因此提早安排一切。几年前，巴菲特宣布他的儿子霍华德将成为伯克希尔-哈撒韦公司的主席，几位现任经理人将接管公司的运营。人们普遍认为管理政府雇员保险公司投资事务逾25年的刘易斯·辛普森（Louis Simpson）将管理伯克希尔-哈撒韦公司的大部分投资。在管理政府雇员保险公司期间，即使在一些宏观经济增长缓慢的年份，辛普森仍能使公司每年的增长幅度超过标准普尔500指数增长幅度的7%左右。有关当巴菲特无法处理投资事务时，辛普森将接管公司投资事务的传言，在2006年不攻自破。因为，巴菲特在当年的年度信件中写道，他打算启用更年轻的人来接替他的工作。因为虽然辛普森的能力很强，但他毕竟只比巴菲特年轻6岁，巴菲特希望能有一个更为长远的接班计划。

## 定位准确

巴菲特认为投资就像专业运动员打冰球那样，两者有异曲同工之处，他说：

正如韦恩·格雷茨基<sup>[1]</sup>所说的那样，要冲向冰球将要到达的位置，而不是它当前所处的位置。<sup>26</sup>

要想迅速游完100米的话，最好顺着大浪游，这比仅靠你自己的努力要轻松得多。<sup>27</sup>

[1] 韦恩·格雷茨基是加拿大著名的冰球运动员。——译者注

## 专注于既定目标

如果我们乘坐列车从纽约前往芝加哥，我们绝不会中途在奥尔托纳下车。<sup>28</sup>

我总觉得研究公司失败要比研究公司成功能让我学到更多东西。商学院通常研究公司的成功，但我的合伙人芒格却说他希望知道哪里是自己的死穴，这样他就不会犯下致命错误。<sup>29</sup>

## 规划人生蓝图

巴菲特书桌上放着一本笔记本，上面写着：

除非发生核战，否则都要谨遵这一格言。<sup>30</sup>

1985年，巴菲特这样评价20年来为公司带来22%复合增长率的各种投资：

这就像经历了一个奢侈的青春期。<sup>31</sup>

在一次鸡尾酒会上，一位微醉的女士靠近巴菲特，含糊不清地说：“我看见你身上堆满了钱。”

巴菲特告诉记者：

我并不以我赚的钱来衡量我的人生价值。其他人可能会这么做，但我肯定不会。<sup>32</sup>

从某种程度上讲，钱有时会让你的生活变得更有乐趣，但它无法改变人们对你的爱或你的健康状况。<sup>33</sup>

成功就是能拥有你所爱的人对你的爱。<sup>34</sup>

钱能使人摆脱窘境，但你无法用它买到真爱。<sup>35</sup>

### 好人最先成功：有时如此

《时代》杂志记者约翰·罗斯查德（John Rothchild）说：“在财富金字塔的顶端，有石油大亨、房地产巨头、航运巨子和许多强取豪夺的资本家，但巴菲特是第一位靠股票投资跻身于财富金字塔顶端的人。”<sup>36</sup>但罗斯查德忽略了一点：巴菲特白手起家，完全依靠自己创造了这一切。巴菲特从无名小卒跻身于最富有的美国人行列的这一奋斗历程毫无疑问将成为一个美国式的神话。忘记阿吉神话<sup>[1]</sup>吧，因为从此以后，自力更生、独立奋斗的成功人士的故事都将被称为“沃伦·巴菲特传奇”。从1943年开始，他就是这样一步一步地攀升至《福布斯》美国400富豪榜。

**1943年：**巴菲特告诉他的一位好朋友，他要在30岁时成为百万富翁，否则“我就从奥马哈最高的建筑上跳下去”。<sup>37</sup>

**1982年：**沃伦·巴菲特以2.5亿美元的个人财富排在第82位。丹尼尔K.路德维格（Daniel K.Ludwig）以20亿美元的个人财富排在第一位，戈登·彼得·格蒂（Gordon Peter Getty）以14亿美元的个人财富排在第二位。

**1984年：**巴菲特以6.65亿美元的个人财富排在第23位。排名第一的是格蒂，个人财富高达41亿美元，排名第二的是山姆·沃尔顿（Sam Walton），个人财富为23亿美元。

**1985年：**巴菲特成为内布拉斯加州第一位资产逾10亿美元的亿万富翁，个人财富达到10.7亿美元，<sup>38</sup> 排在《福布斯》美国400富豪榜的第12位。沃尔顿以28亿美元位居第一，罗斯·佩罗（Ross Perot）以18亿美元排在第二位。

1986年，《美国新闻与世界报道》杂志公布了持有美国上市公司股份最多的100位个人或家族。巴菲特排名第八，沃尔顿家族排在第一位。巴菲特说：“你看他们计算得多么精确。他们唯一的遗漏就是没有把我昨晚在野马饼屋买的馅饼计算在内。”<sup>39</sup>

**1988年：**巴菲特的净资产上升到22亿美元，但跌至排行榜的第九位。沃尔顿和约翰·克鲁格分别以67亿美元和32亿美元领先。

**1989年：**巴菲特以42亿美元的个人财富迅速跃居第二位，约翰·克鲁格以52亿美元排在第一位。日本商业大王堤义明<sup>[2]</sup>以150亿美元成为全球首富。

**1991年：**巴菲特以42亿美元位居第四位，排名虽然有所下降，但个人财富并没有减少。克鲁格仍以59亿美元位居第一位。刚入榜的比尔·盖茨以48亿美元的净资产排在第二位。

**1993年：**巴菲特终于以83亿美元的个人财富上升至排行榜的第一位，比尔·盖茨以61.6亿美元排在第二位。<sup>40</sup>

**1994年：**巴菲特的排名跌至第二位。巴菲特的财富仅上升到92亿美元，盖茨以93.5亿美元领先。

关于巴菲特和盖茨之间这场“谁是美国最富有的人”的激烈竞争，美国



著名幽默政治专栏作家巴赫瓦尔德（Buchwald）发表过这样的评论：“虽然他们彼此之间很友善，但两人肯定暗中较劲。排在第一位的那个人，总要回头看看谁正从后面迎头赶上，而排在第二位的那个人则要费尽口舌向家人解释为什么会落后。”<sup>[41]</sup>

有一段时期，巴菲特和盖茨曾轮流成为世界上最富有的人，但后来，盖茨终于将巴菲特远远甩在了后面。2006年，盖茨的净资产估计为500亿美元，而巴菲特的净资产仅为420亿美元。即便如此，两人也远远超越了其他竞争对手。世界上第三富有的人是墨西哥的卡洛斯·斯利姆·埃卢（Carlos Slim Helu），个人净资产为300亿美元。但风水轮流转，2007年，斯利姆成为世界首富。<sup>[3]</sup>

[1] 阿吉神话是美国俚语，是关于一个白手起家、奋斗不懈而终于成功的富翁的故事。——译者注

[2] 堤义明，日本西武集团创始人。——译者注

[3] 2018年3月6日，《福布斯》发布全球亿万富豪榜，巴菲特的净资产为840亿美元。——译者注

## 诚实

巴菲特告诫儿子霍华德：

建立声誉要花20年的时间，但毁掉它只需短短的5分钟。你只要想到这一点，处事之道就会有所不同。<sup>42</sup>

在任何情况下都不要说谎，不要理会律师的话。如果你让律师介入，他们基本上都会让你保持沉默。但事实上只要你所说的就是你亲眼所见的真相，你不会有麻烦。

但有时，谎言可能并非是有意的。这里有一个与尼古拉斯·肯纳（Nicholas Kenner）有关的故事。在1990年年会上回答股东提问的过程中，巴菲特受到了这位来自纽约、年仅9岁的股东的质询，他拥有伯克希尔-哈撒韦公司11股股票，质疑为什么他当时以6600美元买进的伯克希尔-哈撒韦公司股票现在跌到这么低的价格。巴菲特在随后发表的一年一度的致股东信中提到了这个问题。尼古拉斯又出现在随后一年的年会上，并提出了一个更为尖锐的问题。尼古拉斯发现年度信件错误地把他的年龄写成了11岁，而实际上当时他只有9岁，因此他问：“我如何才能知道后面（财务报表中）的数字是正确的呢？”巴菲特承诺他将以书面形式给予回复。<sup>43</sup>

如果偶尔没有恶意的谎言能刺激伯克希尔-哈撒韦公司旗下时思糖果（See's Candy）的销售的话，是可以被宽恕的。对此，巴菲特说：

当公司业绩下降时，我们散布传闻说我们的糖果有壮阳的效果。这一招非常有效，我指的是这一传闻，而不是糖果本身。<sup>44</sup>

## 请说出事实的真相

巴菲特对于记者的严格要求最早可以追溯到他当报童的那些年月，他曾是一个严格要求自己的报童。巴菲特后来由于一篇调查报告获得了1973年的普利策奖，成就了一段佳话。这一切都始于1969年，当时巴菲特收购了奥马哈当地的一份周报——《太阳报》。那时，他听到一些关于“弗拉纳根男孩城”<sup>[1]</sup>的传闻。“弗拉纳根男孩城”是一个为无家可归的男孩提供庇护的非营利组织，传言它通过博取同情的演讲积累了大量捐款，但并没有把这些钱用于帮助那些可怜的孩子。

巴菲特获悉，根据美国国税局（IRS）的新规定，要求慈善基金填写报表990，公布其资产状况。《太阳报》的记者取得了一份“弗拉纳根男孩城”的IRS档案复印件，足以证实这一传言。于是，巴菲特和记者进行了认真讨论、周密部署。他们一直暗中开展调查工作，甚至有时就在巴菲特家的地下室工作。正是由于保密工作到位，这篇长达8页的调查报告才能在出版之前没有走漏任何风声，从而收到了如此震撼的效果。

《太阳报》的发行人、后来担任《水牛城日报》发行人的斯坦·利普西（Stan Lipsey）强调：“没有巴菲特，就没有这则传奇性的调查报告，就不会有普利策奖，这都是他的功劳。是他告诉我们关于报表990的细则，并帮助我们分析了男孩城高达2.19亿美元的巨额资产。”<sup>45</sup>

后来，男孩城重新获得了公众信任，并扩展为女孩和男孩城，在全国19个不同地区设立分支机构，在治疗、关怀被虐待、被遗弃和被忽略的孩子方面仍保持领先地位。

尽管巴菲特一生都在和报纸打交道，但他认为和记者打交道是危险的：

和记者打交道的可怕之处在于：现实生活中，没有人会真的想要在背地里捅你一刀，但如果某些记者曲解了事实，借助媒体的力量，他们完全可以让你身处类似的险境。如果你遭到刺杀，可能还能指望医生施以治疗以缓解痛苦，但在后一种情况下，你只能自己来面对。<sup>46</sup>

一档名为《名人富豪的生活方式》的电视脱口秀节目便误导了观众对于巴菲特的理解。巴菲特的朋友看到罗宾·里奇（Robin Leach）在节目中对于巴菲特的描述都十分吃惊，因为炫耀财富绝不是巴菲特的习惯。

据说，巴菲特告诉他的朋友：“事实上，我和你们一样大吃一惊。我从未和罗宾·里奇打过交道，他甚至没有向我发出过任何上节目的邀约。但莫名其妙地，我就出现在他的节目中了。”

里奇反驳了巴菲特的话，他说：“巴菲特绝对清楚我们所做的一切。这虽然不是一个面对面的采访，但我们所做的一切都是经过他同意的。这就是为什么只有我们独家播放了这一访谈。”（事实的真相是，在伯克希尔-哈撒韦公司年会之前，奥马哈的波珊珠宝商店邀请《名人富豪的生活方式》节目组拍摄在周日举办的百达翡丽名表展。巴菲特同意接受里奇关于这个展览的采访，但摄制组从未到过他家，巴菲特并不知道有这么一个与他有关的节目正在策划中。<sup>47</sup>）

[1] 1917年，神父弗拉纳根（Father Flanagan）创办的非营利组织，以帮助无家可归的男孩。

## 写给《华尔街日报》的信

2003年8月15日，《华尔街日报》在头版刊登了一篇关于巴菲特以及他帮助阿诺德·施瓦辛格竞选加利福尼亚州州长的文章（详见第2章）。文章暗示巴菲特认为加利福尼亚州应该实施更高的财产税，以便与奥马哈所执行的税率相一致。但事实上，巴菲特试图表达的信息是：加利福尼亚的财产税是没有依据的、是不公平的。这篇包含错误信息的文章被迅速地传播到全世界，对此，巴菲特很不高兴，于是，他提笔写了一封信给《华尔街日报》，全文如下。

2003年10月7日

纽约市自由大街200号（纽约10281信箱）

《华尔街日报》总编保罗·斯泰格尔先生 收

亲爱的斯泰格尔先生：

8月15日的《华尔街日报》上刊登了一篇有关我的文章，这篇文章是以一位记者对我的专访为基础的，当时采访的内容主要是关于我帮助阿诺德·施瓦辛格参加竞选的事宜。但这篇文章严重误解了我的言论，造成了深远的负面影响。出于以下一些我将加以说明的原因，今天我不得不写信给您。

这篇刊登在贵报头版的文章有一个醒目的标题，开头几段全部都是与加利福尼亚税收有关的内容。其用意很明显：税收毫无疑问是竞选的关键问题。

在接受贵报记者乔·哈里南采访的过程中，一开始，我便要求他对采访进行录音，但他说录音设备坏了。因此，如今您若要和他对质我接下来所说的一切是否正确，就只能依赖于他的笔记了。但我并不指望您能找到什么出入，因为他曾要求我多次重复一些我所提到的关键数字。

关于财产税，我的观点是非常明确的。我给他举了一个“三幢房子”的例子。假设第一幢位于拉古纳海滩的房子是我在20世纪70年代早期买的财产，它当前的市值大约为400万美元。由于第13号提案<sup>[1]</sup>的局限性，我在2003年和2002年分别只需要缴纳2264美元和2241美元的财产税。第二幢房子就坐落在第一幢房子的后面，我购于20世纪90年代中期，如今市值大约

为200万美元。仅仅由于买入的时间较晚，我就必须在2003年和2002年分别缴纳高达12002美元和11877美元的财产税。我对乔指出，这些数字说明第二幢房子适用的税率大约是第一幢房子适用的税率的10倍，而这两幢房子有相同的位置、相同的所有者和相同的支付能力。

然后我又提到了位于奥马哈的房子，我认为这幢房子大约值50万美元（尽管它的估值为大约69万美元）。我为这幢房子缴纳的财产税在2003年为14401美元，2002年为12481美元。

我很高兴在我们交谈的基础上，乔理解了我所举的例子中两个非常重要但毫不复杂的观点：

（1）加利福尼亚州的住宅财产税是非常反复无常的，这体现在它们取决于财产购买的日期，而不是财产的价值或所有者的财务状况。

（2）对于自有房房主长期拥有的房产，奥马哈的住宅财产税要高于加利福尼亚的住宅财产税。

但是，文章中写道，我在采访过程中说：“这个财产税例子告诉你，你能从中得出某些结论。”这句话在语法上显然是不通顺的。但这一评论却被两篇关于财产税的观察评论文章完整地引用。

然而，文章中却完全没有提及我所说的第二幢位于拉古纳海滩的房子，也没有提及加利福尼亚的税收不平等。相反，标题、文章的主体以及引言都让人觉得我仅仅在谈论奥马哈和加利福尼亚之间的税收差异。

可能您很难理解这种删减会有什么影响。假设记者问一位候选人一个财政问题，得到了这样的回答：“支出增加10%，税率下降10%——你应该能从中得出某些结论。”如果记者只引用了这句话中有关税率改变的这部分内容，便紧接着写道，“你应该能从中得出某些结论”，那么就会严重地误导读者。

几天后当贵报的社论专版错误地信赖了之前那篇报道的准确性和完整性时，之前那篇文章的严重错误就变得更为复杂了。这篇社论的许多观点与之前那篇文章如出一辙，这不足为奇，因为社论的作者阅读了完整的访谈记录。但如果他真正理解我所说的那两个要点的话，他的分析应该至少和之前的那篇文章有一些区别。例如，在社论的第二段中有这样的表述：“毫无疑问，在奇科市没有任何一位亿万富翁会赞赏巴菲特先生的慷慨无私，因为如果政府采纳巴菲特先生的建议的话，意味着他们必须支付高昂的财产税。”如果作者理解我真正谴责的是加利福尼亚的税收不平等，就

不应该出现这样不知所云的表达。我的确很同情那些亿万富翁，因为如今他们在奇科购买价值30万美元的房子所要缴纳的住宅财产税，要远远高于我这位居住在其他州的亿万富翁为位于拉古纳海滩、价值400万美元的房子所缴纳的住宅财产税。根据第13号提案，他们缴纳的超额税款将用于资助其他地区的纳税人。

并非只有贵报的社论专版从那篇文章中得出错误、片面的结论。《奥马哈-拉古纳》由于一篇关于我建议提高加利福尼亚财产税税率的文章而迅速成为一份全球发行的报纸。在那篇文章中，丝毫没有提及我认为财产税的征收应该建立在更加平等的基础上。当我随后向贵报记者凯文·赫利克尔指出贵报的这篇文章如何误导读者时，收到一封来自乔·哈里南的电子邮件，邮件中说我“可能会有兴趣再次接受采访，以便对之前的观点做进一步扩展”。具有讽刺意味的是，这位提出要“扩展”我的观点的记者恰恰就是那位以一种误导读者的、不公正的方式任意删减我的观点的人。毫无疑问，新的采访可能会使这一问题变得更为复杂，因为贵报并没有对之前的错误做出明确的道歉，这就意味着是我在出尔反尔地改变自己的观点，以避免造成对阿诺德不利的政治影响。对此，我仍持有同样的观点：如果贵报不对此做出表态的话，我不会再写信给您，相反，我会一直谈论税收问题，直至我们获知你们将做出澄清的确定日期，以确保不会影响选举。鉴于贵报对于我的观点的混淆已经对公众产生了如此广泛的影响，我打算把这封信长期放在伯克希尔-哈撒韦公司的网站上。我还计划在我定期授课的新闻从业人员的培训班上把这件事作为一个“报纸如何犯错误”的案例来讲授。

如果贵报对我的这封信做出任何回应的话，我会很乐意把它全文刊登在我们公司的网站上。如果我真的打算要把这件事作为一个反面案例的话，我还要把它打印出来分发给新闻从业人员培训班的记者学员。如果贵报觉得我的这封信还有任何可取之处的话，我希望您也能将它全文刊登在贵报上。记住，千万不要做任何形式的删减！

沃伦·巴菲特

[1] 美国加利福尼亚州于1978年通过的旨在降低财产税的州宪法修正案。  
——译者注



## 培养良好品格

直到你发现这些习惯是如此难以改变时，你才发现原来自己有许多习惯。<sup>48</sup>

品格是可以培养的。巴菲特说，假设你是一名学生，你可以在班上挑选一名其他同学，获得他终生收入的10%；同时，你还必须选择另一名同学，把自己终生收入的10%付给他：

有趣的是，当你斟酌头脑里浮现出的各种各样的想法时，你并不会考虑那些连你自己都无法实现的能力。你不会考虑有谁能跳7英尺高，有谁能将球踢出65英尺远，有谁能背出圆周率小数点后的300位，等等。你考虑的是一个人性格中所有品质的综合。事实上，每一个人都能具备所有的那些品质，但这在很大程度上取决于一个人的习惯。我以前的上司格雷厄姆在12岁时，记下了他在别人身上看到的、所有他欣赏以及讨厌的品质。他审视自己的清单，发现没有任何与9.6秒内跑完100码<sup>[1]</sup>或跳7英尺高有关的记录，它们全部都是决定你能否成为某一类人的习惯。<sup>49</sup>

如果你周围总是有比你优秀的人，你会有所进步；但如果你周围都是一些不如你优秀的人，这会使你倒退。<sup>50</sup>

[1] 1码= 0.9144米。——译者注



## 相信自己

当20岁的巴菲特到父亲位于奥马哈的经纪公司上班时，一位朋友想知道这家公司是否将更名为巴菲特父子公司。巴菲特回答道：“不，它将更名为巴菲特子父公司。”<sup>51</sup>

巴菲特实事求是地说：

我从不缺乏自信，也从不气馁。<sup>52</sup>

我一直坚信我会成为有钱人，对于这一点，我从未动摇过。<sup>53</sup>

1956年，当26岁的巴菲特和别人合伙成立自己的第一家公司时，他告诉投资者：

我要建立一家合伙公司，通过这家公司，用自己和你们的钱进行证券投资。我保证你们能获得5%的回报，扣除给你们的回报后，我将获得剩余利润的20%。我会交出令你们满意的成绩单，但我希望能有足够的自由和隐私。例如，当我离开办公室去参加高尔夫培训时，并不希望你们一直跟着我，盯着我如何练习打高尔夫球。<sup>54 [1]</sup>

我有自己的评价标准。如果我做了一些别人并不认同但自我感觉良好的事情，我会觉得很高兴；如果我做了一些别人赞许但自己不满意的事情，我会觉得很沮丧。<sup>55</sup>

当被问及他是如何拥有投资于那些其他投资者避之不及的公司的自信时，他说：

归根结底，我只相信自己的眼光。<sup>56</sup>

[1] 这段言论出自某人对于巴菲特所发表言论的回忆。事实上巴菲特并没有承诺5%的回报，但这家以合伙形式成立的公司巴菲特赚到钱以前，就在以前积累的基础上，给有限的少数合伙人分红。

## 不要过于自信

可能大多数人都和高中时的巴菲特一样：

我既不是班上最受欢迎的孩子，也不是最不受欢迎的孩子，我毫不起眼。<sup>57</sup>

巴菲特从哥伦比亚大学研究生院毕业后，想在格雷厄姆的格雷厄姆-纽曼公司工作（不要薪水）：

格雷厄姆习惯性地计算了我的价值和开价后，拒绝了我。<sup>58</sup>

多年以来，巴菲特都在伯克希尔-哈撒韦年会期间举行的奥马哈皇家队的棒球比赛中投出开场球。在一场比赛前，孩子们争相索取他的亲笔签名。但遗憾的是，那次巴菲特的开场球投得不是很好，他说：

我朝看台上望去，看见那些孩子正在擦掉我的签名。<sup>59</sup>

一位记者说巴菲特总是穿着廉价衣服，这使他觉得受到了伤害，自我解嘲道：

我买的可都是昂贵的衣服，只不过穿在我身上看起来显得廉价罢了。  
<sup>60</sup> 曾经有几年巴菲特总是穿着全棉衬衣、休闲裤和运动夹克，后来，他开始穿着正装。他选购意大利的杰尼亚成衣西装，一套杰尼亚西装售价大约为2000美元。<sup>61</sup>

在入选奥马哈商界名人纪念馆的发言中，巴菲特说他想感谢自己的发型师、形象顾问和私人礼仪顾问，但仍不忘幽默一把：

当他们审视自己的作品时，他们要求我不要说出他们的名字。<sup>62</sup>

奥马哈记者俱乐部向巴菲特展示了一幅詹姆斯·霍兰创作的讽刺漫画，巴菲特看到后开怀大笑：

几乎任何人都要比镜子中的自己好看得多。<sup>63</sup>

巴菲特和内布拉斯加州州长之间曾经有一个有趣的小插曲。当州长公布了内布拉斯加州政府福利彩票的中奖者名单后，巴菲特兴奋地挥舞着中

奖的彩票存根，冲到台上。州长问巴菲特打算怎么花这笔飞来横财，巴菲特说：“我想我会用来买第二组彩票，”兴奋的巴菲特停顿了一下，补充道，“如果还剩下足够的钱，我会买把梳子。”<sup>64</sup>

巴菲特的商业伙伴芒格是一个注重穿着的人，他说：“巴菲特的穿着品位为商界带来了不少乐趣。”<sup>65</sup>

当一位股东问巴菲特，他是否知道自己有多么受欢迎时，巴菲特回答道：

也许我应该让我的发型师把剪下来的头发保存起来。<sup>66</sup>

有人提醒巴菲特作为大众偶像，他的一举一动受到密切关注。对此，他说：

我会关注自己的一举一动，但不会因此受到束缚。<sup>67</sup>

## 选择适合自己的偶像

巴菲特说：“如果一生之中能找到适合自己的偶像，你无疑是幸运的。从某种程度而言，我建议你们大家尽可能选择适合自己的偶像，而不是以世俗的眼光判断他们正确与否。”

在巴菲特的崇拜对象中，有父亲霍华德、参议员贝拉克·奥巴马、作家菲利普·费雪（Philip Fisher）、良师益友比尔·盖茨和格雷厄姆。为什么他把这些人作为自己的偶像呢？<sup>68</sup>

### 霍华德·巴菲特

关于父亲，巴菲特说：“他教导我必须做能登上报纸头版的轰动之举。我认为父亲是世界上最棒的人。”<sup>69</sup>

巴菲特的母亲这样解释这对父子之间的关系：“巴菲特和他父亲一直都是最好的朋友，父亲是巴菲特心目中的英雄。霍华德是一位好丈夫、好父亲，他从来都不惩罚孩子们，他通过讲道理和劝诫来教育孩子们。”<sup>70</sup>

巴菲特回忆起，父亲曾在众议院发起了一场并不被看好的关于劳动强度的表决，之后不久，他参加了在当地举行的一场棒球赛的开幕式。当主持人介绍众议员霍华德时，人群中嘘声一片。巴菲特回忆道：“他沉着应对

这一切，他并不指望世俗的看法能在一夜之间改变。”<sup>71</sup>

巴菲特的父亲是一名坚定的共和党人，还是约翰·伯奇协会<sup>[1]</sup>的成员。老巴菲特对于美国在世界舞台上所扮演的角色有着坚定不移的、独特的看法。他曾在众议院发表的一次演讲中说道：

即使这真的是众望所归，美国也不具备足够强大的力量，以至于能用武力维持世界秩序。如果我们试图这样做，则对自由的向往终将被暴政和高压政治所取代。基督教的信仰无法用美元和枪炮传播到其他大陆，劝诫和身体力行的示范是拿撒勒的木匠（耶稣）<sup>[2]</sup>给我们的启示。如果我们信仰基督教，我们应该努力以他的方式来实现我们的理想。<sup>72</sup>

沃伦·巴菲特最终摒弃了保守派的政策主张：

我基本上倾向于支持民主党，因为我认为民主党在20世纪60年代早期有关公民权利方面的主张和我的观点非常接近。我并不参与政党路线的表决，但可能我为民主党候选人投的选票要多于为共和党候选人投的选票。

<sup>73</sup>

在生产方面我支持共和党的主张，但在分配方面我支持民主党的主张。<sup>74</sup>

### 参议员贝拉克·奥巴马

对于他，有一点我深信不疑，我并不是经常会有这样的感觉的，他是我所见过的人中非常有能力的一个人，他的人生轨迹对所有的美国人都产生了重要影响。<sup>75</sup>

### 菲利普·费雪<sup>[3]</sup>

现代投资管理理念的杰出思想家之一费雪是《怎样选择成长股》（Common Stocks and Uncommon Profits）和《保守型投资者夜夜安寝》（Conservative Investors Sleep Well）的作者。巴菲特说自己是85%格雷厄姆和15%费雪的综合体。<sup>76</sup>

从他（费雪）身上我理解了闲聊法<sup>[4]</sup>的价值所在：通过和竞争对手、供应商、顾客交谈，能发现一个产业或一个公司究竟是怎样运行的。<sup>77</sup>

### 比尔·盖茨

我没有资格评价他的技术能力，但我认为他的商业头脑也是出类拔萃的。如果盖茨靠卖热狗发家，那他也已经成为世界热狗大王了。我相信他会赢得任何竞争，在我这一行中也能做得很好，但我却未必能在他那一领域做得像他那么成功。<sup>78</sup>

关于盖茨和微软在填补计算机软件空白方面的前景，巴菲特说：我打赌，他一定会成功，相信他不会让任何人失望。<sup>79 [5]</sup>

### 本杰明·格雷厄姆

巴菲特说：“格雷厄姆是我所认识的最聪明的人。”<sup>80 [6]</sup>

[1] 约翰·伯奇协会是战后美国出现的一个极右组织。——译者注

[2] 《圣经》中说，拿撒勒的木匠约瑟夫的未婚妻玛丽亚生下圣子耶稣，耶稣在30岁以前是一位拿撒勒的木匠，所以这里“拿撒勒的木匠”指的是耶稣。拿撒勒是一座位于巴勒斯坦地区北部的古城。——译者注

[3] 费雪的儿子肯尼思是《福布斯》杂志的专栏作家。

[4] 费雪通过“闲聊法”评估公司价值，所谓闲聊，就是通过与不同的合适对象谈话以获得目标公司的信息。——译者注

[5] 巴菲特的确有两次在盖茨身上押了很大的赌注。第一次，他邀请盖茨加入伯克希尔-哈撒韦公司的董事会；第二次，他把自己的巨额财富转移到比尔和梅琳达·盖茨基金会（详见第6章）。

[6] 1英亩= 4046.86平方米。——译者注

## 不要上当

可能来自法国一座面积只有8英亩的小葡萄园的葡萄确实是世界上最好的葡萄，但我一直怀疑这杯酒中99%都是言过其实的溢美之词，只有1%才是真材实料的葡萄。<sup>81</sup>

在接受CNBC的采访时，巴菲特被问及：“你真的有大约150亿美元的现金吗？”巴菲特回答道：“是的，但我现在身上没带这么多。”<sup>82</sup>

## 分享智慧

当比尔·盖茨向梅琳达·法兰奇求婚时，他和未婚妻一起飞到奥马哈，在巴菲特的波珊珠宝商店购买了订婚戒指。

“我不能给你任何建议或折扣，”巴菲特说，他一向以不遗余力推销自己公司的商品而闻名，“但在1951年，我为妻子买的那枚订婚戒指花掉了我净资产的6%。”<sup>83</sup> 尽管当时盖茨只有37岁，但已经是身家数十亿美元的超级富翁了，他净资产的6%大约为5亿美元。

巴菲特说他没有政治野心，但乐于帮助现任政府官员制定更好的目标。他提出了一项名为“3%”的优于平衡财政补救措施的解决方案：<sup>84</sup>

颁布一项宪法修正案，规定在在座每位代表和参议员的任期内，若我们的财政赤字超过GDP（国内生产总值）的3%，则你们都不具备参选资格。如果这项修正案能通过的话，那么国家的利益和立法者的利益就能立刻变得一致。

巴菲特说这项计划将造福国家，因为：

并不是债务本身压垮了个人、公司或国家，而是与收入增长相比，债务持续、过快地增加使我们陷入了困境。

他认为其他一些旨在控制国家债务的措施都不可能奏效，因为选民会反对现任政府官员通过缩减开支或增加税收来减少赤字：

我们不能指望有那么多圣人，足以组成一个规模庞大的组织，来反对有利于增加他们自身福利的举措。



## 不服老

退休计划？在我去世5年或10年后再说吧。<sup>85</sup>

巴菲特认为那些和他共事的人，也拥有相同的心态：

我们觉得自己都是玛士撒拉<sup>[1]</sup>。<sup>86</sup>

巴菲特把可口可乐公司的管理层比作常青树：

如果你还有出生于1927年的老朋友，那么就祈祷他们长寿吧。<sup>87</sup>

当如今已仙逝的罗斯·布朗金<sup>[2]</sup>达到94岁高龄时，巴菲特说他不得不废除他制定的100岁强制退休的规定，这样布朗金夫人就能继续管理如今已被伯克希尔-哈撒韦公司收购的内布拉斯加家具市场，就仍能驾驶着高尔夫球车到处巡视。

优秀的经理人是如此稀缺，我不舍得让他们离开，因为他们的经验随着他们的年龄与日俱增。<sup>88</sup>

我们发现很难教会新员工一些传统的技能，但我们不会面临太多类似问题。因为我们有非常优秀的经理，他们年复一年出色地工作，即便他们已经很富有，仍非常热爱工作。因为我们给了他们名垂青史的机会。<sup>89</sup>

但近年来，巴菲特开始重用年轻人。他让微软的比尔·盖茨和雅虎的首席财务官苏珊·德克尔（Susan Decker）加入伯克希尔-哈撒韦公司董事会。巴菲特还开始物色一位忠心耿耿的、有天赋的年轻人帮助他管理伯克希尔-哈撒韦公司的投资业务，这位年轻人将极有可能成为巴菲特的接班人。

### 罗斯·布朗金——内布拉斯加家具市场掌门人

巴菲特认为身高约1.48米的罗斯·布朗金是奥马哈的象征，总是极力推荐来奥马哈的游客去拜访她，因为正是被人们亲切称为“B夫人”的罗斯·布朗金创建了巨大的、现代化的内布拉斯加家具市场。巴菲特给研究生和其他一些想学习投资精髓的人上课时，他经常提到B夫人的判断力和职业道德。B夫人没有上过一天学，23岁时只身一人从俄罗斯来到美国投奔她的丈夫。



B夫人的商业格言是“货真价实、童叟无欺”。<sup>90</sup>

巴菲特说：“即使她经营的只是卖爆米花的小摊，我也愿意和她做生意。”他收购了内布拉斯加家具市场作为送给自己53岁生日的礼物。<sup>91</sup>

关于那次收购，B夫人是这么描述的：“一天，巴菲特走进来对我说：‘把你的商店卖给我好吗？’我说：‘为什么不呢？’他接着问：‘你想卖多少钱？’我开玩笑地说：‘6000万美元。’他马上到办公室拿了一张支票给我。我说：‘你是不是疯了？你的律师和会计在哪里？’他说：‘我更相信你。’”<sup>92</sup>

后来，盘点存货后发现这家商店实际价值8500万美元，但B夫人并没有提价，她说：

“我从不出尔反尔，但我的确大吃一惊。他当时没有丝毫迟疑，因此我敢打赌他之前肯定做过一番研究，他很清楚我这家商店的价值。”<sup>93</sup>

事实上，当巴菲特获悉B夫人有意出售公司后，和她儿子商量过收购的想法，以避免和她打交道时冒犯她。他们之间的交易建立在一份只有一页纸的合同的基礎上，没有审计、没有详细财产清单，法律和会计费用合计只有1400美元。对于巴菲特来说，这是一次非常成功的投资。<sup>94</sup>

B夫人这样评价巴菲特：“我认为他是最棒的。”<sup>95</sup>

然而令人遗憾的是，后来B夫人和家庭成员之间发生了纠纷，她和家庭成员间的长期不和成为当时奥马哈的热门话题。《奥马哈世界先锋报》对这一事件做了详尽的报道：“1989年5月3日，她一怒之下离开了内布拉斯加家具市场。她指责公司的实际管理者——她的孙子罗纳德·布朗金和欧文·布朗金——削弱了她在地毯分部的权力。”<sup>96</sup>当B夫人把其中一个孙子斥为“希特勒”时，所有家庭成员都惊呆了。

但B夫人很快就厌倦了待在家里无所事事的生活，于是1989年，她在离内布拉斯加家具市场仅一街之隔的地方开了一家占地6英亩的仓储式家具商店。在这件事情上，她没有一丝犹豫。当谈到她这项新事业的成功时，她说：“巴菲特不再是我的朋友。我每年为他赚进1500万美元，但当我和我的孙子们意见不合时，他并没有站在我这一边。我开这家商店不是为了赚钱，而是为了报复。”<sup>97</sup>

后来，B夫人和她的家庭成员和解，也与巴菲特冰释前嫌。她把新开

的商店连同11英亩的地皮以494万美元的价格卖给了内布拉斯加家具市场，重新回到了这个她一手创办的地方。作为这笔交易的一部分，B夫人可以继续在市场里管理地毯业务。

关于这场家庭纠纷，B夫人说：“可能是我太不知足。”经营家具商店是非常辛苦的工作，她儿子苦苦哀求她不要这么拼命工作，于是她把商店卖了。

B夫人说：“我的商店卖了500万美元，他们付给我的都是现金，而不是信用卡。我爱我的孩子们。”

巴菲特说：“我宁愿和灰熊比摔跤，也不愿和B夫人以及她的子孙们较量。”<sup>98</sup>

巴菲特承认这件事情给了他深刻的教训，于是他再次请求B夫人签订终身非竞争条款，作为对10年前签订的那份内布拉斯加家具市场购买合同的补充。“当时我太年轻，没有经验。”62岁的巴菲特这样说。<sup>99</sup>

1987年在奥马哈记者俱乐部发表演讲时，巴菲特用《共和国战歌》的曲调填入下面的歌词为B夫人即兴高歌一曲：

## 第一节

买进大都会的股票后，我们都认为会大赚一笔。

但当其网络排名第三时，我们发现一切并不是这么简单。

幸好如今伯克希尔-哈撒韦公司的重担，将由B夫人来分担。

她坐着高尔夫球车前行。

## 合唱部分

哈利路亚，

让年轻人来接班吧。

如果我们变得富有，那都是年轻人的功劳。

她坐着高尔夫球车前行。

## 第二节

理想可能破灭，股价可能下跌，但我从不沮丧。

不管我把事情弄得多么糟糕，我都不会失败，因为B夫人会拯救我，  
她坐着高尔夫球车前行。

## 第三节

《福布斯》炮制年度排行榜时，可能认为我是多么的光芒万丈，  
但其实我只是轮子上的一个齿轮。

没有B夫人的鼓励，我会一直迷失自我。

她坐着高尔夫球车前行。 <sup>100</sup>

[1] 玛士撒拉是《圣经·创世纪》中的人物，据传享年965岁，用以比喻非常高寿的人。——译者注

[2] 罗斯·布朗金于1998年去逝，享年104岁。——译者注

## 第2章 关于朋友

### 理解友谊的真谛

我有6位密友，3位是男性朋友、3位是女性朋友。我喜欢他们、欣赏他们，我对他们是不设防的。<sup>1</sup>

巴菲特是如何定义友谊的呢？

我记得我曾问过从奥斯维辛集中营生还的一位妇女这个问题。她说她对于友谊的检验标准是：“他们会帮助我藏身吗？”<sup>2</sup>

## 为朋友打抱不平

一次，我在奥马哈俱乐部吃午饭，那是一家位于市中心的俱乐部，我注意到那里几乎没有犹太人。他们告诉我“犹太人有他们自己的俱乐部”。现在，奥马哈有不少犹太家庭，他们已经在奥马哈居住了100年，始终兢兢业业地为社会做出贡献，他们为奥马哈的付出不亚于我们任何人。但如今他们仍然无法加入这个俱乐部，而约翰·琼斯——一个联合太平洋公司的新晋中层管理人员，刚到奥马哈就能加入这个俱乐部。这完全不公平。因此我花了4个月的时间申请加入了犹太人俱乐部。这种歧视似乎是一种倒退，让我有些困惑，因此我认为自己必须做一些力所能及的事情来改变这一切。当我重新回到奥马哈俱乐部后，我告诉他们犹太人俱乐部如今不再全都是犹太人了。我还帮助两三位犹太人俱乐部成员申请加入了奥马哈俱乐部。如今我们消除了原来的隔阂。<sup>3</sup>

## 辅佐州长施瓦辛格

2003年，巴菲特做出了一项出人意料的政治举动——他自愿担任共和党人、前宇宙先生、动作巨星阿诺德·施瓦辛格竞选加利福尼亚州州长的财政顾问。这是一次令人吃惊的政治立场的改变，因为长期以来巴菲特都支持民主党。就在2000年时，他还支持马萨诸塞州的参议员、民主党人约翰·克里参加2000年的总统大选。

当时，加利福尼亚州面临380亿美元的财政赤字和能源危机，这场能源危机部分是由于安然操纵市场而导致的。对自己的这一决定，巴菲特解释说：

我认识阿诺德已经多年，知道他会是一位杰出的州长。对于我们的国家而言，能否解决加利福尼亚的经济危机是至关重要的，我认为阿诺德能很好地解决这一切。<sup>4</sup>

随后，幽默的巴菲特话锋一转，开玩笑地说：

阿诺德给自己找了一个替身演员，玛丽亚<sup>[1]</sup>都无法分辨他俩。<sup>5</sup>

施瓦辛格说：“巴菲特正帮助我组建一支世界一流的团队，他们帮助我应对加利福尼亚的公司、投资者、就业机会创造者所面临的问题和挑战。”<sup>6</sup>

施瓦辛格和老朋友巴菲特的结盟不失为一出高招，使他能和一直以来在加利福尼亚不受欢迎的总统乔治·布计划清界限。然而他们之间的联盟很快遇到了麻烦，出现了一些诸如《华尔街日报》那篇误导读者的文章之类的负面新闻（详见第1章）。

尽管受到一些小的干扰，施瓦辛格仍然顺利地当选为州长，并于2006年获得连任。巴菲特和他的合伙人芒格支持施瓦辛格，部分原因在于他承诺进行关于工伤赔偿的改革。工伤赔偿的滥用一直都是保险业的噩梦。1997~2003年，保险行业支付的工伤赔偿金额增加了3倍多。施瓦辛格当选为州长的最初6个月里，凭借工伤赔偿改革巩固了自己的地位。他通过立法，使保险行业的成本在2003~2006年下降了81亿美元，公司保险费率下降了47%。<sup>7</sup>

[1] 施瓦辛格的妻子玛丽亚·谢里弗。

## 建立一生的友谊

1968年，巴菲特和一群朋友到加利福尼亚的科罗拉多旅游，其间他们拜访了他们的老师——原哥伦比亚大学教授格雷厄姆，向他咨询一些关于证券市场的建议。从那以后，巴菲特社团每隔一年聚会一次：“他们那时都还是中产阶级，但现在都已经非常富有。他们没有创造诸如联邦快递<sup>[1]</sup>之类的神话，他们只是一步一个脚印地前进。格雷厄姆把这一切都写进了他的书里。一切就是这么简单。”<sup>8 [2]</sup>

### 查理·芒格

83岁的芒格是巴菲特最好的朋友兼最好的生意伙伴。和巴菲特一样，芒格在奥马哈长大，十几岁时便在巴菲特爷爷欧内斯特的杂货店工作。

芒格回忆道：“巴菲特家的商店给了我最初的商业启蒙。我每天必须工作很长时间，而且必须努力工作，以确保不出错。这使得包括我在内的很多年轻伙计（后来还有欧内斯特的孙子巴菲特）想寻找一份较为轻松的职业，并为发现这份工作不尽如人意之处而高兴。”<sup>9</sup>

芒格大约比巴菲特年长7岁，这也是为什么他们直到成年后才走到一起的原因之一。芒格曾说巴菲特是“同道中人”，但如今看来这种说法有一定的局限性。因为芒格没有本科学位，却被哈佛商学院录取，而巴菲特却被拒之门外；芒格是共和党人，他公开为包括英国牛津大学的反饥饿团体在内的慈善机构捐款，而民主党人巴菲特也大力捐助慈善事业，但他曾经希望通过已去世的妻子苏珊来开展大部分慈善工作。

和巴菲特不同，芒格并不是格雷厄姆投资哲学的忠实追随者。然而，巴菲特说：“芒格对我产生了巨大的影响。”<sup>10</sup>

芒格这样解释他们之间的默契：“置身于复杂工作中的任何人都需要志同道合的同伴，和某人一起理顺自己的思路是非常有帮助的。”<sup>11</sup>

这对搭档的一位共同的朋友说，尽管巴菲特很善于说“不”，但芒格和他相比，有过之而无不及。如果巴菲特评价一个人是“没有比他更令人厌恶的人”了，那么毫无疑问，芒格能用更为高明、简短的语句来形容。对此，巴菲特说：“芒格惜字如金。”<sup>12</sup>



巴菲特接着说：“芒格和我在电话里只需三言两语就能处理长达4页的备忘录上记录的事情。”<sup>13</sup>

巴菲特说在公司业绩好的年份芒格要听他的，在公司业绩不好的年份，他要听芒格的，但这纯属玩笑。<sup>14</sup>“芒格是理智的，非常理智。在处理公司业务的方式上，他从不表现得过于自负，但事实上他非常内行。最重要的是，尽管偶尔会出现意见不统一的情况，但我们从不争执。”<sup>15</sup>

巴菲特进一步补充道：“芒格拥有世界上反应最敏捷的头脑，他能做到一目十行。他甚至能在你讲完整句话之前，理解你想要表达的意思。”<sup>16</sup>

巴菲特说，成为一位成功的投资者要比成为航天科学家容易得多。但芒格持有不同的观点，他认为以巴菲特的智慧足以胜任航天科学家：“他的头脑是一部超级推理机器，而且由于他的表达能力很强，你能清楚地了解他的大脑是如何工作的。”<sup>17</sup>

芒格说巴菲特是一个表里如一的人：“巴菲特受人尊重的原因之一就是，他总是表里如一。”<sup>18</sup>

芒格说他不记得巴菲特曾经对他发过火：“即使有一次我带他去明尼苏达州钓鱼，不小心把船弄翻了，我们不得不游回岸边。但他并没有责备我。”<sup>19</sup>

在他的巡回演讲中，芒格总能为投资者提出好的建议：“对于个人投资者来说，理想的状态就是只做少数重大投资，然后就可以坐享其成了。因为这意味着你几乎不用支付什么费用给经纪人，也不用听他们胡说八道。”<sup>20</sup>

在伯克希尔-哈撒韦公司对一家公司进行投资之前，芒格希望了解更多的信息而不仅仅局限于公司的良好前景。他们不会投资于以下这种公司：

人们出于对特定结果的兴趣，把这些公司捆绑在一起，因此这些公司的捆绑销售存在下意识的偏见，明显的导向性使人觉得它们不可信。它们让我想起了马克·吐温的名言：“金矿是说谎者在地里挖的洞。”美国的公司经常说谎，尽管不是故意为之，但却是最恶劣的一种欺骗，因为分析人员通常会被这些谎言所蒙蔽。<sup>21</sup>

芒格关于牛市的观点深植于投资者心间。他说：“如果你是池塘里的一只鸭子，一场倾盆大雨使湖面上涨，你也跟着上升，但你会认为是自己升



高了，而不是池塘水面上升了。”<sup>22</sup>

芒格为人严谨、一丝不苟，当有人问他是否会弹钢琴时，他说：“我不知道，因为我从未试过。”<sup>23</sup>

芒格说他和巴菲特在都有些神经质这方面非常相似，<sup>24</sup>但他们之间也存在着显著区别。他说：“一生之中，没有人指责我的谦逊，尽管谦逊是我非常推崇的品性，但我并不认为自己已经做到最好了。”<sup>25</sup>

[1] 1971年，弗雷德·史密斯冒着极大的风险，将全部财产 850万美元投入联邦快递公司，然而这还远远不够。为了筹到巨额资金，他竭尽全力游说华尔街大银行家、大投资商，筹集到9600万美元，创下了美国公司界有史以来单项投资的最高纪录。——译者注。

[2] 节俭的巴菲特最初曾提议在度假旅馆聚会，以减少开支，但这一建议未被采纳，聚会固定在一流的海滨酒店科罗拉多饭店举行。

## 第3章 关于家庭

### 不要溺爱孩子

首先有必要澄清，巴菲特和以《玛格利特小镇》（Margarit-aville）一曲闻名的乡村摇滚歌手吉米·巴菲特（Jimmy Buffett）之间或许并没有关系。如果他们之间真的有血统关系的话，那也是一种无法证实的、非常遥远的血统关系，但两者之间的确有一个交点——吉米是伯克希尔-哈撒韦公司的股东。

在过去的10年里，巴菲特的家庭生活发生了重大变故：他的妻子苏珊在治疗口腔肿瘤过程中突然因中风而去世。两年后，巴菲特与阿斯特丽德·门克斯结婚。而他的每一个孩子都似乎非常自然地闯出了自己的事业，并且还会继续沿着各不相同的方向奋斗下去。这是一幅更为清晰的、关于巴菲特家族的下一代如何经营各自事业的画面。毫无疑问，他们正跻身于世界上最有特权的人之列。

尽管很难用简单的语言来准确描述年轻的巴菲特们，我还是跃跃欲试。苏茜想让内布拉斯加州的这个显赫家族的香火延续不断；霍华德是稳健财政政策的支持者、国际环境保护主义者以及伯克希尔帝国毫无悬念的继承人；彼得则是一个热爱音乐、富有创造性的梦想家。

芒格这样解释巴菲特对于家庭的态度：“巴菲特对待他的孩子像对待雇员一样严格。因为他并不认为，如果爱某个人，为他着想的方式就是给予他一些他没有资格享有的东西。这是巴菲特性格的一部分。”<sup>1</sup>

我们的孩子是优秀的，但我坚持认为当孩子通过成长、接受教育（包括他们在家庭中所学到的），最终具备了所有优点时，给他们太多的钱是既不正确也不明智的。富可敌国的巨额财富将更加扰乱竞技场的公平竞争，应该让他们经受磨炼而不是为他们铺平道路。<sup>2</sup>

巴菲特认为通过继承得到的财富是“给富人的福利”。

所有认为福利令人懒惰、导致贫穷轮回的那些人，恰恰就是那些想走出这种处境、希望给他们的孩子留下许多财富的人。<sup>3</sup>

长子霍华德解释说：“听着，没有人会认为我父亲不精明。从他开始给

我们零用钱那时起，就在阁楼上放了一台自动贩卖机，我们都上那儿买东西。于是他就赚回了给我们的每一分零用钱，以至于在长达10年的时间里，我都无法存起买三个甜瓜的钱。”<sup>4</sup>

关于巴菲特将其孩子排除在遗嘱之外的传闻纯属无稽之谈：

他们每个人都获得了遗产继承权，但他们将不会过上超级富翁的生活。我认为他们应该会很感激我对他们的教育。他们都做得很好，也都很独立，因为他们并不认为要对我俯首帖耳。<sup>5</sup>

在玛丽·巴菲特的著作《巴菲特原则》（Buffettology）中，她描述了这样一个圣诞节的清晨：巴菲特用他认为有投资前景的、价值10万美元的公司股票把圣诞袜塞得满满的，他要求全家人合理地运用这些股票进行投资。

在向一些大学生阐述了其家庭哲学后，巴菲特坦承：“下周，我的孩子们会很乐意来反驳我的观点。”<sup>6</sup>

苏茜·巴菲特回应道：“事实上，留给我们这么多钱是不明智的，只是事实必须如此。”<sup>7</sup>

巴菲特相信他对孩子们的教育收到了很好的效果：

他们都走出了自己的道路而且收获颇丰。他们是富有创造性的，他们并不希望自己的身份仅仅是某个有钱人的孩子。<sup>8</sup>

当巴菲特的儿子霍华德竞选奥马哈的县议员<sup>[1]</sup>时，选民错误地认为仅凭他的姓氏，他的竞选应该能获得雄厚的资助，但事实恰好相反。对此，巴菲特说：

我让他用小写字母拼写自己的名字，这样每个人都会意识到他是没有什么钱的巴菲特。<sup>9</sup>

当霍华德从加州大学欧文分校退学时，巴菲特给了他一个喘息的机会，之后，巴菲特安排他到时思糖果公司工作。在那里，霍华德遇见了他未来的妻子——德文。

巴菲特的朋友、超级投资家沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）在接受《杰出投资者文摘》采访时说：

“我们知道小彼得·基维<sup>[2]</sup>的父亲和巴菲特一样，认为通过继承获得的财富是有害的。”

“我们回想起，令小彼得·基维在其父亲去世数年后惊喜的是：他收到一份迟到的、突如其来的、价值几百万美元的遗产。<sup>[3]</sup> 尽管与他父亲一手创立的财富相比，以及与他自己所取得的成就相比，这笔遗产是微不足道的，但他说，这代表着已经去世的父亲对他的肯定。”<sup>10</sup>

巴菲特的孩子们很有可能某日也会从他们的父亲那里继承财产，但由于他除了伯克希尔-哈撒韦公司之外的个人投资种类繁多，他真实的净资产一直不为人知。

很久以前当我收购伯克希尔时，手头只剩下不到100万美元的现金。于是，我用这些钱进行了一些谨慎的投资，那是两项相对于伯克希尔来说规模较小的投资。我做一些固定收益套利，再在一家和伯克希尔没有任何瓜葛的银行里套现。<sup>11</sup>

[1] 霍华德曾任道格拉斯县议员，任职年限为1989～1992年。

[2] 因与其父亲同名，故用“小”以示区别。——译者注

[3] 彼得·基维生前是奥马哈最富有和最杰出的公民。巴菲特的办公室就位于基维广场。

# 巴菲特的孩子们

## 苏珊·巴菲特（小苏茜）

从许多方面来看，小苏茜的童年与其他孩子的童年并没有什么不同：“小时候，爸爸每晚都哼着‘在彩虹的那一端’哄我入睡。”<sup>12</sup> 这使她深信在彩虹的尽头会有一罐金子。

显然，她并没有意识到自己的父亲是多么的与众不同：“在很长的一段时间里，我甚至不知道他从事什么工作。在学校里，他们问我父亲的职业，我说他是一名安全系统分析师，于是他们认为他应该从事诸如检查警报系统之类的工作。”<sup>13</sup>

苏茜说，即使在巴菲特成名以后，他仍保留着平常心。“令父亲开心的是全家人围坐在一起读书、打桥牌、聊天，他就像所有的父亲一样平易近人。”<sup>14</sup>

关于巴菲特对于投资的态度，苏茜认为“投资对他来说只是一场赌注巨大的游戏，钱是对于赢家的奖励。但事实上，他很节约，一直开着原来的车子，穿着原来的衣服，直到车子再也开不动，衣服旧得不能再穿。”<sup>15</sup>

现年54岁的苏茜已经离婚，和两个已经成年的孩子一起住在奥马哈，和她父亲只有几个街区之隔。尽管人们通常认为她是一个家庭主妇，但其实她也做各种小生意，包括经营一家出售印有伯克希尔-哈撒韦公司标志的衣服的编织品商店，因为她喜欢缝纫、刺绣和编织。除此之外，她还经常帮助父亲筹备公司的答谢会，并陪伴父亲旅行。不过，苏茜去波珊珠宝商店买东西时，必须像其他顾客一样在柜台前排队。任何情况下都不搞特殊化，这是巴菲特家族恪守的原则。

一直以来，苏茜对于人们对她个人财富的错误印象感到无可奈何，特别是当慈善机构请求她捐款时。她说：“他们并不知道，我父亲最多只会兑现我开出的20美元的支票。如果我现在有2000美元，我会马上还掉所有的信用卡账单。”<sup>16</sup>

但上述情况逐渐发生了变化。起初，巴菲特建立了舍伍德信托基金（以绿林好汉罗宾汉出没的那片森林命名），每年存入50万美元，他的孩子们及伴侣阿斯特丽德·门克斯可以用这笔钱以他们自己的名义捐款，无须

经过他的批准。后来，巴菲特和如今已去世的妻子为每个孩子建立了慈善基金。2006年，巴菲特进一步扩大了孩子们的基金规模。

当巴菲特着手扩大这些基金的规模时，他写信给苏茜：

我对于你管理我和你母亲为你建立的基金的方式感到非常满意。你的想法很好，你以实际行动有效地帮助了那些不如我们幸福的家庭。<sup>17</sup>

苏茜的基金规模与盖茨的基金规模相比是微不足道的。2006年，苏珊的基金资产为1.18亿美元。基金最终将从其母亲苏珊的遗产中获得5000万美元<sup>[1]</sup>。此外，巴菲特向每个孩子的基金赠送了35万股伯克希尔-哈撒韦公司的B股股票。按照2006年6月的股价3047美元计算，苏茜最终将拥有超过15亿美元可用于捐赠的资产。

当对孩子们的基金进行捐赠时，巴菲特想起了当年泰德·特纳（Ted Turner）把他大部分净资产捐给联合国慈善基金时的犹豫不决。巴菲特说当他把钱投入孩子们的基金时没有这样的烦恼。

因为我是他们的父亲。

巴菲特很乐意让孩子们自己处置这些钱：

当局者迷，旁观者清。我觉得他们的判断力要比我的判断力好得多。

18

苏茜会如何运用这笔钱呢？她极有可能继续从事她一直从事的志愿者工作。在苏茜的努力下，奥马哈市区矗立起了罗斯·布朗金剧院；和父亲一样，她也支持生育权和诸如内布拉斯加-康瑟尔布拉夫斯的“家庭生育计划”之类的家庭计划组织；她还在女子公司（Girls Inc.）<sup>[2]</sup>董事会任职。苏茜主要致力于内布拉斯加州的慈善事业，她曾资助圣赛西莉亚小学的天花板维修工程、市区基督教教会、乡村的社区教堂、特殊奥林匹克运动会和寄养儿童。

## 霍华德·格雷厄姆·巴菲特

巴菲特以他生命中最重要的两个人父亲霍华德和良师益友格雷厄姆的名字来为长子命名。霍华德的名字不仅仅反映了巴菲特对于这两位长者非同寻常的尊重和情感，也寄托了他对儿子的殷切期望。



和弟弟妹妹一样，霍华德从大学中途退学。虽然如此，他仍然最有可能成为巴菲特的接班人，这使他成为所有股东关注的对象。目前巴菲特的子女中只有霍华德一人在伯克希尔-哈撒韦公司的董事会任职，更为重要的是，人们都认为巴菲特卸任后，霍华德将成为伯克希尔-哈撒韦公司的主席。

显然，霍华德一直都在积极准备，以便某天能顺利地从父亲手中接过伯克希尔-哈撒韦公司的大旗。他曾在康尼格拉公司（ConAgra Foods）担任副总裁和主席助理，如今仍担任该公司董事。在此之前他在阿彻丹尼尔斯米德兰公司（ADM）董事会任职，后来因为一件与他无关的限价丑闻离开了这家公司。目前，他是一家总部设在奥马哈，生产农业灌溉系统、控制系统及设备的公司——林赛制造公司的董事会主席。他还曾一度代表他父亲出任可口可乐公司的董事，伯克希尔-哈撒韦公司拥有这家公司大量永久股权，但后来，霍华德辞去了可口可乐公司的董事一职。

霍华德是土生土长的中西部人，他和妻子德文以及5个孩子居住在靠近伊利诺伊州迪凯特的一个农场里，农场占地850英亩，主要种植玉米和大豆。

霍华德·巴菲特声明自己是共和党人，这令一些保守分子如鲠在喉。“即使霍华德·巴菲特的确是共和党人，这也并不意味着他的霍华德·巴菲特基金会支持共和党或保守派的事业。”<sup>19</sup>

事实的确如此。霍华德的绝大多数捐款都用于支持环境保护事业。每当霍华德谈起环境保护或野生动植物时，就会变得眉飞色舞。他拍摄的一些以自然为主题的照片曾经刊登在《国家地理》杂志上，他还出版了不下6本摄影图片集。他帮助建立了总部设在南非的自然保护基金会，并出任美洲狮保护基金会的董事，该基金会致力于保护美国境内的美洲狮。然而，最近霍华德关注的焦点转向国际环保事业，而不仅仅局限于美国国内。例如，每一年由他设立的“《国家地理》/巴菲特奖”颁发给为促进公众对于南非和东非环境保护事业的理解和实践做出巨大贡献的人。

霍华德·巴菲特基金成立于1999年，当巴菲特宣布将于2006年向基金会捐赠超过10亿美元时，该基金会已拥有资产1.3亿美元。而母亲赠予的资产，更使基金的规模进一步扩大。2005年，霍华德向慈善机构捐赠了600万美元，随着基金规模的扩大，每年的捐赠金额预计将超过5500万美元。

过去霍华德对于拯救诸如印度豹、白头鹰、非洲大猩猩和中国大熊猫这些濒危动物投入了极大的热忱。但如今，他开始关注人类的贸易活动，

关注那些居住在植物、动物和生态环境都遭到严重破坏的地区的人们，包括美国/墨西哥边界和非洲的达尔福尔地区。对此，霍华德解释说：“我最终发现，除非你首先关注人类的问题，否则你所做的任何环境保护工作都是没有意义的。因为我的一位朋友曾经说过，‘你不可能要求一个饿着肚子的人去保护一棵树’。这是真理。”<sup>20</sup>

## 彼得·巴菲特

巴菲特最小、最玩世不恭的儿子彼得现年49岁，他继承了母亲的音乐天赋，并将其发扬光大。他是一位“新世纪音乐”流派的键盘手和作曲家，创作了一些著名的电影配乐和商业广告音乐，是纳诺达唱片、埃佩克唱片和好莱坞唱片等唱片公司的签约作曲家。他创作的音乐可以被诠释为“充满激情、流畅和积极向上”，但有人说他的音乐像猫一样令人难以捉摸。对此，他开玩笑说，他作曲时的确喜欢有一只猫陪伴左右。他曾为《与狼共舞》和《红字》创作了广为传唱的主题曲和插曲。他的作品《灵魂》从印第安音乐和舞蹈中汲取灵感，体现了他与生俱来的天赋。公共电视台的募捐活动经常会播放这首曲子，人们也可以在华盛顿史密森尼安印第安博物馆的开馆仪式上听到这首曲子。

在2005年移居纽约之前，他和第二任妻子珍妮弗一直居住在密尔沃基。彼得的前妻玛丽与戴维·克拉克（David Clark）合著了《巴菲特原则》和《沃伦·巴菲特之道》（The Tao of Warren Buffett），这两本书的内容都是关于她作为巴菲特家族的一员所悟出的投资诀窍。

彼得一开始把他的慈善基金命名为“灵魂基金”，但后来把它改为“NoVo基金”，在拉丁语里，“NoVo”这个词的意思是“改变、创造”。

和其他巴菲特基金一样，彼得的NoVo基金将从他母亲的遗产中获得5000万美元，加上父亲2006年承诺捐赠的10亿美元<sup>[3]</sup>，彼得可以用于慈善捐赠的资金几乎翻番，但基金获得所有应得的钱需要20年的时间。

虽然巴菲特的捐款指定用于慈善事业，但由于彼得和珍妮弗每周为NoVo工作30小时，他们因此获得4万美元的年收入。除他们的薪水之外，NoVo 2005年的管理费用只有308498美元，相对于基金规模而言，是微不足道的。

2006年，彼得和珍妮弗捐了1070万美元给88个不同的慈善机构。在选择捐赠对象时，他们有着难以割舍的“印第安情结”：其中一笔金额较小的



捐款用于帮助加拿大印第安人部落找回已经被运到瑞典的图腾柱；每年，彼得和霍华德的基金合作授予一位值得表彰的印第安人“巴菲特本土领袖奖”，奖金为25000美元。珍妮弗出生于密尔沃基一个保守的实业家庭，在她的家乡密尔沃基，夫妇俩关注幼儿园建设、孩子的早期教育以及那些针对低收入家庭的家庭计划。和巴菲特家族的其他基金一样，NoVo的工作并未得到所有人的认同。NoVo因资助“雨林行动网络”而承受了许多来自保守分子的口诛笔伐。“雨林行动网络”是一个环保组织，它对家得宝公司（Home Depot）施加压力，呼吁其停止销售产自濒危森林的木制品。

## 别人眼中的沃伦·巴菲特

### 政府官员阿诺德·施瓦辛格

“巴菲特对于商业问题有着敏锐的判断力和无人能及的正直，我希望自己在处理政务时也能做到像他那样。因为巴菲特总是强调这是正确的方式。”<sup>21</sup>

### 威廉·安格尔博士

安格尔博士是奥马哈“巴菲特百万富翁俱乐部”的成员之一。作为一位早期投资者，20世纪50年代，他交给巴菲特大约1万美元用于投资。20世纪90年代初期，这些投资的价值迅速增长，已经超过了1亿美元。安格尔几年前去世了，但他的家庭成员仍持有这些股票。他说：

“巴菲特表面上似乎挺洒脱，但没有什么事情能像亏钱那样让他如此沮丧——他喜欢赚钱的感觉，他喜欢这种游戏。虽然游戏的最终奖赏是金钱，但显然对于他来说，这些钱不应用于消费，而应用于积累。”<sup>22</sup>

### 沃特·施洛斯

学生时代，巴菲特在哥伦比亚大学遇见了沃特·施洛斯。后来，两人一起在格雷厄姆-纽曼公司工作。不久后，施洛斯离开格雷厄姆-纽曼公司创办了自己的投资公司。巴菲特称他为“格雷厄姆-多德都市里的超级投资者”。施洛斯回想起年轻时的巴菲特：

“巴菲特的个性非常有魅力，其中一个原因就是他的幽默感和他讲的恐怖故事。但他年轻时很害羞，他决心要克服这一点，因此他参加了戴尔·卡耐基培训课程……

回想起来，我大约在1961年或1962年在奥马哈遇见过他，当时他发表了才华横溢的演讲，呼吁扶轮社（Rotary Club）的成员捐款。他是扶轮社最年轻的成员，但他的演讲非常风趣，我真后悔当时没有录音，它真是太棒了。”<sup>23</sup>

关于伯克希尔-哈撒韦公司居高不下的股价，施洛斯认为把只有发行在外的伯克希尔-哈撒韦公司股票数量乘以股价之后得到的市值，再与其他收入和资产规模都较小的公司的市值进行比较才是明智的。

“但遗憾的是，人们通常并不考虑他们打算买进股票的那个公司的市值，他们仅仅关注每股价格而不是公司的价值。”<sup>24</sup>

### 菲尔·卡雷特

卡雷特正是约翰·特雷恩（John Train）在《新的理财大师》（The New Money Masters）中所描述的成功长期投资者之一。直至他去世，卡雷特几乎没有错过任何一次伯克希尔-哈撒韦公司的年会。关于巴菲特，他说：

“他是我的朋友，比我聪明。他对于通用食品公司的投资很好地证明了这一点。这是一个业绩平庸的公司，主要生产咖啡。当伯克希尔-哈撒韦公司买进该公司股票时，我对自己说：‘很好，这次巴菲特终于犯了个错误。当时我注意到他这笔交易的成交价大约是60美元/股。但仅仅在一个月之内，股价便上涨到120美元……哈哈！’<sup>25</sup>（在讲述此类故事时，卡雷特发出意味深长的、会心的笑声，他特别喜欢这些结局出乎意料的故事。）”卡雷特的著作《投机的艺术》（The Art of Speculation）被誉为经典之作。

### 比尔·盖茨——世界上最伟大的企业家

盖茨的母亲曾邀请盖茨参加为期一天的野餐，她打算把自己的儿子——巴菲特的对手、美国最富有的人介绍给巴菲特。盖茨却再三推诿，认为自己和这个每天除了投资什么都不做的人没有什么可谈的。使他最终下决心去的原因是他听说凯瑟琳·格雷厄姆（Katharine Graham）——《华盛顿邮报》的前发行人也会出席。

当盖茨和巴菲特两人在野餐会上碰面后，他们谈得很投机，相见恨晚，很快成为密友。巴菲特参加了盖茨在夏威夷举行的婚礼，后来巴菲特和妻子苏珊又参加了盖茨的中国之行。尽管盖茨认为他们的谈话是“知无不言、毫无敌意的”，但他们“不时地会为一些数学问题而争执不休”。

盖茨说巴菲特有一次曾用骰子游戏向他挑战，用的是一套4个的特制骰子，合起来各面数字从0~12都有。巴菲特提议两人各自挑选其中的一个骰子，舍弃另外两个骰子，谁掷出最高点数的次数最多，谁就赢。这一提议立刻引起了盖茨的好奇，他要求检查一下骰子，看完后，他让巴菲特先选。盖茨说：

“由于骰子数字的选择非常巧妙，我并没有马上发现它们是否传递骰子，因此传递性的数学原理——如果A大于B，B大于C，则A就大于C——在这里并不适用。因此，假设平手就要重掷，则四个骰子中的任何一个都有可能被其他一个骰子超过，这种概率大约为2/3，即平均每掷17次，骰子A就有11次机会胜骰子B；类似地，骰子B也会以相同的概率胜骰子C；依此类推，平均每17次中有11次骰子C的数字会大于骰子D。但听起来让人难以置信的是，骰子D也会以同样的概率胜骰子A。”<sup>26</sup>

约翰·特雷恩——《新的理财大师》的作者

关于巴菲特，特雷恩说：“从专业的角度看，他从事的是贪婪的交易，但他的贪婪并不令人讨厌。”<sup>27</sup>

杰克·贝恩（Jack Byrne）——政府雇员保险公司（GEICO）前主席

贝恩和一班高尔夫球友在加利福尼亚的卵石海滩高尔夫球场散步时，开玩笑地和巴菲特打赌：他们出2万美元赌他在接下来的三天里，无法打进一杆，若果真如此，巴菲特输10美元。除了巴菲特之外，所有人都同意这样的赌注。

贝恩说：“于是，我们都抱怨他太扫兴，花言巧语地想说服他，因为毕竟只是10美元而已。但他说他认真考虑过了，认为这个赌局对于他来说并无胜算。他说如果你在一些细节方面放纵自己的话，你也可能会在一些大事情上放纵自己。”<sup>28</sup>

拉利·韦茅斯（Lally Weymouth）——凯瑟琳·格雷厄姆的女儿、作家

“我认为他成功的秘诀在于他永不衰减的好奇心。”<sup>29</sup>

查克·哈金斯（Chuck Huggins）——时思糖果总裁

“当我和他谈话时，他总是乐观、积极向上的。”<sup>30</sup>

### 丹尼斯·埃克特（Dennis Eckart）——俄亥俄州议会议员

1991年，在关于所罗门兄弟公司政府债券交易事件的议会听证会上，埃克特对巴菲特勇于承担责任的态度表示赞同：“戈登·盖柯（Gordon Gekko）和谢尔曼·麦科伊（Sherman McCoy）在华尔街呼风唤雨的好日子结束了，因为巴菲特来了。他狠狠地教训了他们一番。”<sup>31</sup>

### 欧文·卡恩（Irving Kahn）——纽约投资经理

卡恩曾在哥伦比亚大学为格雷厄姆当了多年的课堂助教。他最早就是在那儿遇见巴菲特。“这么多年他几乎没有什么改变，但那时他是一个傲慢、过于自信的年轻人——他总是忙于自己的事情。他总是精力充沛，会喋喋不休地试图说服你。那时他对于赚钱就已经表现出极大的野心。”<sup>32</sup>

### 史洛希·库尔茨——演员（巴菲特的远房亲戚、朋友）

“人们仍认为巴菲特是来自奥马哈的土包子，他们从看到他的第一眼起就这么认为。但事实终究是事实：他是一个久经世故的人。”<sup>33</sup>

### 安东尼·阿博特——奥马哈市法式咖啡店老板

也许，正如阿博特所说的，当我们需要巴菲特时，他总能适时地出现：“巴菲特是一个英雄，人们希望他们的英雄是优雅的、简单的。当然，巴菲特恰恰就是一个简单的人。”<sup>34</sup>

[1] 原文为\$50billion，疑有误，应为\$50million。——译者注

[2] 女子公司是一个非营利的青年组织，专注于鼓励女孩子更加坚强、聪明和大胆。——译者注

[3] 原文疑有误，应为“1 billion”，而非“1 million”。——译者注

## 和妻子相濡以沫

巴菲特谈到已故的妻子苏珊·巴菲特时总是柔情似水，他说：“她与世无争，崇尚精神的自由。”<sup>35</sup>

自从1977年苏珊搬到旧金山以后，巴菲特和她便一直分居，但他们并没有离婚，还经常一起旅行、参加家庭聚会。苏珊任职于伯克希尔-哈撒韦公司董事会，以她自己的名义拥有公司2.2%的股份，价值30亿美元。

2003年，苏珊被确诊为患有口腔肿瘤，接受了手术和化疗。2004年7月29日，当她和巴菲特在怀俄明州的科迪市拜访朋友时突然中风。巴菲特一直陪伴在她身旁，直至她去世。

苏珊的去世改变了巴菲特的一切。他似乎意识到一切都是短暂的，包括他自己。于是他开始调整原来的计划，这一调整改变了他的日常生活、工作和第二任妻子。

大约在苏珊·巴菲特最小的孩子上高中后，她开始在一家夜总会唱歌。她告诉记者：“我以自己为豪，因为没有什么事情比在公开场合唱歌更让我备受打击了。但我很自豪，因为我做到了，我几乎不相信自己能做到这一点。”<sup>36</sup>

苏珊说是丈夫鼓励她这么做的：“是巴菲特鼓励我这么做的。他了解我，对我说，苏珊，如果你是一个在工作23年后失业的人，你现在打算怎么办？他知道我想唱歌，但我对在公开场合唱歌怕得要死。”<sup>37</sup>

那么巴菲特的动机究竟是什么呢？苏珊说：“巴菲特理解我，希望我能一直保持活力。如果你爱一个人，你也会这么做的。”<sup>38</sup>

他们的朋友尤尼斯·邓尼伯格对苏珊·巴菲特的看法是这样的：“苏珊就是那种如今人们认为几乎已经濒临灭绝的守旧、善良的人。因此，他们把自己一些卑劣的、无法面对的行为都归罪于她。”<sup>39</sup>

苏珊离开奥马哈后，巴菲特沉浸在悲伤之中，于是她让自己的朋友阿斯特丽德·门克斯照顾他，鼓励他振作。阿斯特丽德是一位金发碧眼的迷人姑娘，很快便成为巴菲特的伴侣，照顾他的饮食起居。在苏珊去世后两年半，他们终于在共同生活了25年后结婚。



巴菲特总是说在他去世后，他的财富将捐给巴菲特基金，希望由苏珊来管理这个基金。但她先他而去，因此他想出了一个更好的、让世人大吃一惊的主意：他以苏珊的名字重新命名了基金，将其更名为苏珊·巴菲特基金，并向该基金捐赠了价值30亿美元的伯克希尔-哈撒韦公司的B股股票。只要伯克希尔-哈撒韦仍然存在，基金会就将获得股票股息收入的5%。他还捐了一些钱给孩子们的资金，但他把最大一笔款项捐给了比尔和梅琳达·盖茨基金会，使之成为迄今为止世界上最大、最有影响力的慈善组织。

与此同时，世人与巴菲特一起为苏珊的去世感到哀伤，许多人觉得他们是通过查理·罗斯的电视访谈节目真正认识苏珊的。在那次节目中，苏珊阐述了一种简单的生活哲学：“勇于披露、认真倾听、不要说谎、全力以赴、不要太在意结果。”

苏珊·巴菲特去世时享年72岁，在世界女富豪排行榜上排在第17位。<sup>40</sup>她留下了价值26亿美元的遗产。在她的葬礼上，摇滚歌手波诺（Bono）演唱了《永远年轻》和《最爱是你》这两首歌。波诺是通过苏珊的慈善工作认识她的，他在2004年专辑《如何拆除原子弹》的内页中对她的赞助致以谢意。

## 阿斯特丽德·门克斯：巴菲特的第二任妻子

阿斯特丽德·门克斯和巴菲特从不过多谈论他们之间的关系，尽管巴菲特承认他们与他妻子苏珊之间的三角关系非同寻常。

“如果你非常了解我们每个人，你就能很好地理解我们之间的这种关系。”<sup>41</sup> 巴菲特说。

回忆起当她还是巴菲特的女管家的时候，她说：“我已经拥有了世界上最美好的事物，我不想改变现状。”

一个记者试图贬低她，撰文说她曾经当过“女招待”或“夜总会舞女”，她回应道：“不要把我和那些女人混为一谈。从1978年至今，我和巴菲特在一起已经有13年。我并不是放荡的女人，我并不是硬插在他们之间的第三者。”<sup>42</sup> [1]

2006年8月30日是巴菲特的76岁生日，中午，一些同事意外地收到了他的电子邮件，告诉他们下午3点左右他会离开办公室，下午6点，他将和阿斯特丽德·门克斯举行婚礼，但他第二天会照常上班。

为时15分钟的婚礼非常低调，婚礼在巴菲特的女儿家里举行，由当地的法官主持。整个婚礼最奢侈的可能要属婚戒了。在女儿苏茜的帮助下，巴菲特在波珊珠宝商店（伯克希尔旗下资产）挑选了这枚戒指，比尔·盖茨也是在这家公司选购了送给梅琳达的婚戒。

在见证了巴菲特和门克斯长达20年的同居关系合法化之后，他们招待参加婚礼的亲朋好友到奥马哈的Bonefish Grill餐厅就餐。

## 备受争议的苏珊·巴菲特基金

每年，在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，示威者在会议大厅及股东就餐的Gorat's牛排馆前游行，举着印有流产胎儿的图片，谴责巴菲特家族扼杀了他们对于生育权和人口问题的热情。

据报道，苏珊·巴菲特基金（STB）资助生育权利中心发动推翻内布拉斯加州的“禁止成形胎儿流产法案”的运动，2001年这一运动取得了胜利。基金还资助Ru-468——一种“事后避孕药”的研发工作，并为美国计划生育联合会、人口理事会、天主教徒促进选择自由组织和全国预防青少年怀孕运动提供资助。

苏珊·巴菲特基金还对医院、大学、教师及学生提供奖学金，包括向救助儿童会和由波诺发起成立的旨在救助非洲人民的慈善组织——DATA各捐款1000万美元。苏珊还捐了500万美元给她的母校——奥马哈高中，用于兴建一座新的露天运动场；捐了600万美元给5位加利福尼亚的医生，用于进行口腔肿瘤的研究。

STB基金在2006年拥有超过3.18亿美元的资产。基金将从苏珊的遗产中获得价值25亿美元的伯克希尔-哈撒韦公司的股票，并最终从巴菲特那里获得30亿美元。基金每年计划捐赠的金额将近1.5亿美元。据估计，STB基金规模将达到50亿美元，跻身于美国最大的20个基金会之列。<sup>43</sup>

STB基金会由巴菲特女儿苏茜的前夫艾伦·格林伯格管理。在他第一任妻子去世之后，巴菲特在一封写给董事会成员的信中，再次重申了他对STB基金会的支持：“在艾伦的领导下，基金会的成功超出了我们的预料——所花费的每一美元都发挥了最大的效用。”<sup>44</sup>

[1] 关于这段引用的文字我们心存疑虑。门克斯显然是在记者的诱导下，做出上述回应的，所以并不能反映她的真实感受。她说事实上她尊重女招待，因为女人为生活而工作是天经地义的。

## 善待母亲

一些作家把巴菲特的母亲利拉（Leila）描述为一位喜怒无常、难以相处的妇人，但巴菲特提起她时总是满怀深情。他对这位92岁高龄的寡妇非常慷慨，有时甚至会在公司的年会上向股东介绍她。他曾经给自己买了一台健身脚踏车，给母亲也买了一台（还给她买了一辆新车）：

在这两台机器上我们一共骑了25000英里，但所有这些里程都是她骑的……我应该给她买辆自行车，而不是凯迪拉克。<sup>45</sup>

巴菲特的母亲提到这件事情时，更是神采飞扬：“巴菲特送给我一辆凯迪拉克作为我80岁生日的礼物，我只开了8000英里，但我在健身脚踏车上骑了19190英里。”<sup>46</sup>

此外，巴菲特很感激母亲赋予他的一切：

我的健康状况令人担忧。六七年来这是我第一次去做全面体检。医生询问过我的饮食状况后说：“一直以来你都在透支健康，多亏你的遗传基因，才让你撑到现在，对吗？”<sup>47</sup>

### 利拉·巴菲特眼中的巴菲特

上初中时，巴菲特并不是出类拔萃的学生，但他母亲说他成绩不好只是阶段性的：“我想巴菲特那时正经历一个特殊的阶段，因为在那之前以及之后，他的成绩都非常好。他是个好孩子，很容易管教，一点也不需要我们操心，不抽烟也不喝酒。”<sup>48</sup>

当被问及她是否预见她的儿子某天能积累如此巨额的财富时，她说：“哦，不，我做梦都没有想到过这一切。但一直以来，巴菲特都对与赚钱有关的数字非常着迷。”<sup>49</sup>

巴菲特的人品，而非财富令母亲引以为荣：“我为他的人品而骄傲，他是个非常棒的人。”<sup>50 [1]</sup>

### 批评者眼中的巴菲特

尽管作为一位眼光独到的投资者，巴菲特声名远播，但对他的批评始



终存在。《华尔街日报》<sup>51</sup> 谴责他利用自己的声望和财富为自己的交易提供保障，这是其他投资者无法做到的：“通过为全美航空（USAir）、吉列公司和所罗门兄弟公司抵御敌意收购行为提供帮助，他为伯克希尔-哈撒韦投资公司争取到独一无二的、非常有利的投资业务，这是其他股东无法做到的。这三笔交易金额合计高达17亿美元。”

同一篇文章中还提到：“一位著名的评论家说巴菲特先生‘做了一件了不起的事，因为他使人们相信’他的白衣护卫<sup>[2]</sup> 投资有利于美国经济。但我们仍心存疑虑，不知道在巴菲特先生一手安排的保护措施下，这些公司是否真的能扭转形势。”<sup>[3]</sup>

### 詹姆斯·戈德史密斯爵士——英国实业家

“我无法理解像巴菲特这样的人，他们是亿万富翁，却以居住在原来的老房子、开着二手雪佛莱犒劳自己。”

当这段言论出现在《时代》杂志上后，詹姆斯打电话给巴菲特向他道歉，并表示自己的话被曲解了。<sup>52</sup>

### 艾伦·格林——《水牛城日报》的文字编辑，后来成为该公司工会主席

1982年，有员工问巴菲特，由于盈利节节攀升，《水牛城日报》（Buffalo News）是否会启动一项利润分享计划。据说巴菲特回答道：“你们这些在第三层（编辑部）工作的人们对公司的利润没有贡献，因此我觉得没有必要和你们分享利润。”<sup>[4]</sup>

格林说所有《水牛城日报》的员工都很“震惊，因为我们一直认为他是一个好人”。<sup>53</sup>

### 迈克尔·刘易斯——作家

并不是所有人都认为巴菲特是天才，所罗门公司的前交易员、《说谎者的扑克牌》（Liar's Poker）的作者迈克尔·刘易斯就是其中之一。“巴菲特经常以‘如果你这么聪明，那为什么我比你富有’这样的潜台词嘲笑那些对他有异议的教授。（事实上他如此富有的原因仅仅是因为随机性的游戏总会产生大赢家，但遗憾的是那些年薪5万美元的商学院教授，谁会试图和一个亿万富翁争论这个问题呢？）”<sup>54</sup>

[1] 利拉·巴菲特于 1996年8月30日（恰好是巴菲特的生日）去世，享年92

岁。

[2] 白衣护卫（white squire）是一种与白衣骑士很类似的反收购措施，但不是将公司的控股权出售给友好的公司，而是将公司很大比例的股票转让给友好公司。巴菲特与许多公司达成过白衣护卫协议。譬如，1989年他购买了吉列公司价值60亿美元的优先股，该优先股可以转换成该公司11%的普通股。——译者注

[3] 后来巴菲特不得不出任所罗门兄弟公司的主席以帮助该公司从一起非法政府债券交易的丑闻中东山再起，他还不得不冲销对于全美航空高达2.685亿美元的投资。当合适的机会来临时，巴菲特逐渐从这两家公司抽身而退。最终，伯克希尔-哈撒韦公司并未因对全美航空的投资而蒙受损失，股价不仅重新上升到巴菲特买进时的价格，全美航空还宣布派发现金股息，巴菲特适时出售了他持有的全美航空的股票。吉列公司在2005年被宝洁公司收购。

[4] 《水牛城日报》的发行人斯坦·利普西说他出席了巴菲特召开的所有报社成员会议，但他不记得巴菲特曾说过上述言论。巴菲特可能对于报纸占领市场的经济意义做了全面的阐述，但格林以这样的方式曲解了他的话。事实上，格林并没有真正领会巴菲特的观点。

## 第4章 关于工作

哲学家告诉我们：做喜欢的工作，成功会接踵而至。巴菲特就是活生生的例子。

## 为兴趣工作

沃伦·巴菲特提到当他从哥伦比亚大学毕业时：

1951年的华尔街并不是一个工作的热门之选。当时道琼斯指数只有200点，1945~1949年，股市一直低迷，最高大约达到190点，最低大约为160点。1949年以后，道琼斯指数开始上升，1950年成为道琼斯指数从未低于200点的第一年，1929年，道琼斯指数曾达到381点，但也跌破过200点。人们对于战后的股市持观望态度，认为我们正陷入萧条。所以在当时，华尔街并不是一个能赚很多钱的地方……它和现在截然不同。<sup>1</sup>

巴菲特说和你不喜欢的人一起工作就像“为钱而结婚”一样别扭：

我认为那是一种疯狂的生活方式。无论在什么情况下，这都可能是一个坏主意。但如果你已经很富有，这种情况绝对不会发生。<sup>2</sup>

我是一个现实主义者，总是清楚自己想要做什么。但有时我也会胡思乱想，会想：也许成为一名职业棒球联赛的主力运动员也很不错。这时，就是现实主义要发挥作用的时候了。<sup>3</sup>

我并不喜欢钱，我享受的是赚钱的过程和审视财富增长带来的乐趣。<sup>4</sup>

从我的工作来看，我无疑是最幸运的家伙。因为没有人能让我做我不相信的事情或者是我认为愚蠢的事情。<sup>5</sup>

经常有人怂恿巴菲特参加政治竞选，对此，他说：

我不会用我现在的工作去交换包括仕途在内的任何工作。<sup>6</sup>

巴菲特把伯克希尔-哈撒韦公司比喻为“画布”。<sup>7</sup>

我用一幅空白的画布和许多颜料开始描绘我心中的蓝图。如今伯克希尔-哈撒韦公司已经有了更多钱，规模变得更大。但我却认为10年或20年前，当它规模还比较小时，我拥有更多乐趣。<sup>8</sup>

我每天早晨去办公室时，感觉就像去西斯廷教堂写生一样心情愉悦。<sup>9</sup>

尽管我已经学会承受结果，但我仍享受过程甚于结果。 10

巴菲特的外祖母拥有一家报社，巴菲特早年的绝大部分收入都来自担任《华盛顿邮报》的投递员和《林肯日报》的发行经理，报纸已经成为他生命的一部分：

我们必须承认，新闻业是一份比制造有轨电车的链接配件有趣得多的工作。尽管我并没有参与报纸的编辑工作，但我很高兴能成为新闻业的一分子，可以借助舆论的力量改造社会。 11

我猜泰德·威廉姆斯（Ted Williams）作为职业棒球联赛中薪水最高的球员，如果打击率只有0.220，他会觉得很沮丧。如果他是职业棒球联赛中薪水最低的球员，打击率却高达0.400，那么他会很满意自己的成绩。这也是我自己对于工作的感受。金钱只是当我把自己喜欢的工作做好时获得的副产品。 12

我每天踩着舞步去工作，我享受工作的过程。 13

## 及早开始

巴菲特11岁时买进了生平第一只股票，当时他和姐姐多丽丝（Doris）以每股38美元的价格买了3股城市服务公司的优先股，这次投资经历让他懂得了赚钱是需要耐心的：当股价跌到27美元时，他们开始有一些焦虑，当“城市服务”股价反弹到40美元时，他们抛掉了股票，但后来股价一直上扬，最终攀升到每股200美元。

从11岁起，我开始对股市感兴趣，那时我花了不少时间观察市场和抄录哈里斯公司黑板上的数字——那是一家和我父亲的公司——巴菲特-福尔克公司（Buffett Falk & Co.）位于同一幢大楼的纽约证券经纪公司。<sup>14</sup>

巴菲特童年时就做过许多生意：他高价把可乐卖给他的朋友、发行赛马内幕、分发报纸、当高尔夫球童，等等。在华盛顿的伍德·威尔逊高中读书时，他和一位朋友合伙花25美元买了一台弹球游戏机，他们甚至还成立了一家名为“威尔逊印钞机公司”来经营这台机器。他们把机器放在一家理发店里，第一天营业结束后，他们检查投币盒，发现有4美元。巴菲特说：“我认为我已经找到了方向。”<sup>15</sup>

终于弹球生意后来每周能净赚50美元。后来，巴菲特在内布拉斯加州的东北部买了一座荒芜的农场，到他高中毕业时，他已经有9000美元的银行存款。<sup>16</sup>

作为一名投资者，巴菲特很早便声名鹊起：

我卖空了一些美国电话电报公司的股票。我知道我所有的（高中）老师都持有该公司的股票，他们认为我很内行，因此我想我卖空美国电话电报公司的股票会使他们开始担心自己退休金的安全。<sup>17</sup>

## 在喜欢的地方工作

有人问他为何放弃在纽约的工作，因为在旁人看来，在纽约工作意味着能更接近华尔街的金融市场——这张谣言的温床。对此，巴菲特回答道：

内幕消息和充足的资金会使你在一年之内破产。<sup>18</sup>

可能我在纽约和加利福尼亚有更多的朋友，但奥马哈是一个养育孩子和生活的好地方。在这里，你能更好地思考，能更好地研究这个市场，你不会听到很多传闻，能安静地坐在桌前对着电脑分析股票。总之，你能思考许多事情。<sup>19</sup>

但他还提到：

如果一位即将毕业的MBA问我：“我怎样才能迅速致富呢？”我不会引用本杰明·富兰克林或霍雷肖·阿尔杰（Horatio Alger）的话来回答他的问题，我会一只手捏着自己的鼻子，另一只手指向华尔街的方向。<sup>20</sup>

## 和优秀的人共事

我认真选择和我共事的每一个人，因为对于公司的运行来说，人归根结底是最重要的因素。我不和自己不喜欢或不赏识的人打交道，这是关键。在这方面，我就像对待结婚一样慎重。<sup>21</sup>

我和一些非常优秀的人一起为自己一生的梦想而奋斗。为什么不呢？如果我无法做自己想做的事情，那人生又有何乐趣可言？<sup>22</sup>

有人曾说过，雇用员工时，必须同时考虑三种品质：正直、智慧和勤奋。但如果他们不具备第一点品质，其余两点品质对你有害无益。你必须记住，如果你雇用的员工不具备第一点品质的话，那么宁愿希望他们是愚蠢和懒惰的。<sup>23</sup>

当一位大学毕业生向他咨询职业生涯的规划时，巴菲特说：

我一直坚信应该为你欣赏的公司和欣赏的人工作。无论何时，如果你能从你周围的人身上学到东西，并对你所在的组织感觉良好，那么你肯定能取得好的成就。我建议你不要做任何自己现在觉得讨厌，但10年后可能会喜欢的工作，或仅仅为钱而工作。如果你现在不喜欢自己的工作，那么10年后你可能仍然不喜欢它。<sup>24</sup>

和谁一起共事会使结果完全不同。巴菲特记得有一次，巴德·鲁思（Bade Ruth）和卢·格里克（Lou Gehrig）这些著名球员把他们世界锦标赛的奖金全部都捐给了他们的一个球童。

对于那个球童来说，生活的真谛在于为谁而工作。<sup>25</sup>

巴菲特承认他的建议会对于大学生产生无法预料的影响。

我去年在哈佛大学做了一个演讲<sup>[1]</sup>，一些学生问我：“我应该为谁工作？”我说：“为你最崇拜的人工作。”两个星期后，我接到了商学院院长的电话，他问：“您到底跟这些孩子们说了些什么？他们都打算自己创业了。”<sup>26</sup>

<sup>[1]</sup> 那真的是一次平静的旧地重游吗？在他被哥伦比亚大学录取之前，曾向哈佛大学提出申请，但被拒绝了。但巴菲特并没有心存芥蒂，他雇用的唯



——一位没有经验的MBA 就是一位来自哈佛大学的年轻女孩。

## 善于鼓励别人

1984年，巴菲特写信给《华盛顿邮报》的出版人、已故的凯瑟琳·格雷厄姆：

伯克希尔-哈撒韦公司在1973年春季和夏季买进了《华盛顿邮报》的股票。这些股票的总成本为1060万美元，而如今市值为1.4亿美元.....如果我们当时把这1060万美元投资在其他媒体公司，结果完全不同：若投资于道琼斯公司，现在值5000万美元；若投资于甘尼特报业集团，现在值3000万美元；若投资于奈特-里德报系，现在值7500万美元；若投资于《纽约时报》，现在值6000万美元；若投资于时报-镜报集团，则现在值4000万美元。因此，感激之情溢于言表，感谢你们让我的财富由6500万美元上升到1.1亿美元。<sup>27</sup>

## 忠于合作伙伴

巴菲特承认金钱和权力使他拥有与合伙人、雇员及其他人相比，不公平的优势：

一次我们家的一条狗爬到了屋顶，我儿子叫它下来，它居然就跳了下来，很幸运它没有死，只是摔断了一条腿。它太愚蠢了，但它只是因为对你太忠诚，因此就义无反顾地从屋顶跳下来.....我也能让人们这么做，但我并不希望这样。<sup>28</sup>

当伯克希尔-哈撒韦公司投资大都会公司<sup>[1]</sup>时，巴菲特向该公司前主席托马斯·墨菲（Thomas Murphy）保证，即使在公司的有线电视网问题无法得到迅速解决的情况下，伯克希尔-哈撒韦公司仍将长期持有该公司股票：

这就好比你有有个有问题的孩子，你不会轻易放弃希望。我们并不打算在5年内出售这些投资，事实上我们已经结成了同盟。<sup>29</sup>

我们并不完全是受经济利益驱使的、金钱的奴隶，这一方针可能会对我们的经营成效产生不利影响，但我们仍宁愿按照一贯坚持的方式来经营。如果你的经营方式是为了获得稍微多一些的利润，就不惜不断背叛你和自己喜欢、崇拜、认为有趣的人结成的同盟，那么即使你最终变得富有，又有什么意义呢？我们喜欢巨额的利润，但利润的获取不应该建立在背叛的基础上。<sup>30</sup>

如果我不断地让信任我的人失望，那么即使获得巨额利润，我想自己也不会觉得高兴。<sup>31</sup>

2005年秋季，伯克希尔-哈撒韦公司出人意料地获得了以账面价值70%的价格收购英国商联保险公司美国分部PLC的机会。讨价还价的过程一直对伯克希尔-哈撒韦公司大为有利，巴菲特一直以来的交游广泛和真诚在此时为伯克希尔-哈撒韦公司的股东赢得了利益。在这一过程中，巴菲特的老朋友杰克·贝恩发挥了主导作用。杰克·贝恩拥有出色的工作能力，他使政府雇员保险公司（GEICO）东山再起，成功出售了消防员基金保险公司（Fireman's Fund），并在其他一些交易中赢得了巴菲特的尊重。通过与巴菲特的联手，贝恩的白山保险集团收购了商联保险的美国分部，仅用17亿美元就购买了一家净值为30亿美元的公司。在这笔交易中，巴菲特出了3亿

美元，使伯克希尔-哈撒韦公司最终获得了白山保险集团30%的股份。

由于对贝恩的信任，巴菲特当机立断决定在这笔交易中投入大量资金。他这样形容贝恩的工作能力：

贝恩就像一个养鸡场的主人，他总是把鸵鸟蛋滚到母鸡的产蛋房，然后说：“嘿，女士们，看看你们竞争对手的表现吧。”<sup>32</sup>

2007年1月，杰克·贝恩以董事会主席、首席执行官的身份从白山保险集团退休。

[1] 大都会公司在1995年以190亿美元的价格被迪士尼收购，因此巴菲特持有迪士尼的股票，但他后来把这些股票卖了。

## 珍惜时间

巴菲特的长子霍华德如今终于理解了他父亲的时间管理原则：“我父亲不会使用剪草机……我也从未见过他修剪草坪、修葺篱笆或洗车。我记得过去我曾对此表示不满，直到长大后我理解了时间的价值，才意识到他为什么那么做，因为他的时间太宝贵了。”<sup>33</sup>

对此，沃伦·巴菲特说：

出名并不是件好事。正如你所看到的（他指着伯克希尔-哈撒韦公司总部为数不多的员工），我们并没有能力处理大量的咨询。我们收到世界各地的来信，他们希望从我们这里得到投资建议。我并不希望人们认为我过于精明，不愿提供免费咨询，但我的确无法在完成正常工作的同时完成这些咨询工作。<sup>34</sup>

巴菲特很少发表演讲或代表政府或商业组织出席公开场合，但他每年都在大学做大约12次演讲，这些演讲绝大多数都是提问-回答形式的座谈会。

如果你为100名学生演讲，你所讲的一些问题是有意义的，因为他们中有一部分人可能会注意到这些问题，而这可能会改变他们的人生。这和为一群60多岁的人演讲收到的效果是截然不同的，这也是我愿意为学生演讲的原因。

63岁的巴菲特的这一体会来自自己的亲身体会，他说：

我想，我会去听一场演讲，我知道自己可能会从中获得享受、产生共鸣，但这对我所做的一切几乎不会产生任何影响。<sup>35</sup>

但有时，巴菲特也会对自己的时间和资产表现得慷慨大方：他曾为一个基金会捐出一顿午餐，以支持旧金山格莱德纪念教堂对无家可归者的救助。格莱德基金会在易趣网上成功拍卖了这顿午餐，获得了620100美元。但巴菲特始终坚持自己的底线。当巴菲特打算更换他那辆2001年的林肯城市汽车时，他把汽车捐给了苏茜出任董事的女子公司。这辆车当时的账面价值为11200美元，北美最大的继续教育机构习技公司（The Learning Annex）的创始人——比尔·赞克（Bill Zanker）花73200美元买下了这辆车。他宣称他将亲自到奥马哈把车运回来，同时和巴菲特一起召开新闻发布会。结果，赞克见到了车，却没有见到巴菲特。赞克自我安慰道：“也许

我去的时间不对，我应该先往他的办公室打电话预约一下。”

后来，赞克又提出如果巴菲特能为习技公司举办的一场房地产和财富研讨会演讲30分钟，他愿意为慈善团体捐款200万美元，但这项提议仍然被拒绝了。巴菲特礼貌地解释说他更喜欢在伯克希尔-哈撒韦公司年会上给这些成年人上课。<sup>36</sup>

巴菲特引用别人的话来阐述他的时间管理原则：

我只是使用南希·里根的策略，那就是——适时地说不。<sup>37</sup>

## 急流勇退

不值得做的事情不值得认真去做。 38

如果一开始你就成功了，你会放弃尝试。 39

1969年当股市在高位运行时，巴菲特却早早退出。他关闭了价值增长了30倍的巴菲特合伙股份有限公司，把钱返还给投资者，当时他38岁。对此，他说：

我不想穷尽一生的时间来和投资时机赛跑。

他补充道：

我没有积累巨额财富的强烈愿望。

最后，他说：

使我放慢脚步的唯一方法就是停下来。 40 [1]

[1] 事实上他并没有赋闲很久。巴菲特很快便建立了他新的“投资战车”——他把伯克希尔-哈撒韦公司从一家纺织工厂改造成了一家控股公司。

## 第5章 关于经营

### 善于沟通

巴菲特是怎样写出这些如此条理清晰、毫无偏见的年度信件的，尤其是在这些年度信件中并没有用到图表或照片？他就像是为某个熟悉的朋友而写的。

我只是假设我的姐姐拥有公司的另一半，她整年都在旅行。她并不是对公司经营一无所知，但也不是专家。我并不觉得图表有什么不妥，只是觉得当人们强调某件事情时，总倾向于忽略真实的信息，而过于注重信息的表现形式。<sup>1</sup>

如果你能够真正理解一种想法，就应该能够很好地表达它，使其他人也能领会。我发现每当我写年度报告时，都会遇到这方面的障碍。这种障碍并不是因为我找不到合适的表达方式，而是因为自己的头脑中还没理顺思路。没有任何东西能像写作这样迫使你思考，理顺你的思路。<sup>2</sup>

伯克希尔-哈撒韦公司居高不下的股价也是一种和投资者沟通的方式，告诉人们巴菲特想要的是那些愿意长期持股的、谨慎的投资者。他希望人们知道自己正在做什么：

今晚我们可能会在这座大厅外面贴一张海报，写着“摇滚音乐会”，于是就会有一群喜欢摇滚音乐的人涌入；我们也可以贴一张“芭蕾演出”的海报，那么就可能会有另一群喜欢芭蕾的人涌入。这两群人无疑都是优秀的，但这里存在一个很严重的问题，那就是——为了举行芭蕾演出，就不能允许摇滚音乐会在此举行；反之亦然。我唯一能做的就是伯克希尔-哈撒韦公司贴一张告示，通过沟通和政策来说明我让人们进入的这个场所是怎样的一种地方。<sup>3</sup>



## 知道什么时候说“不”

当一位女性股东接到一个电话，请她评论伯克希尔-哈撒韦公司1992年对富国银行股票的购买决策时，她的回答代表了公司的标准答复：“我们从来都不评论我们的投资，也不回应有关我们投资的传闻，这是伯克希尔-哈撒韦公司长期以来的政策。”<sup>4</sup>

巴菲特对投资活动保持沉默是有原因的：

如果我说了什么，那是因为我<sup>知道</sup>它（吸引他的低价）将成为过去。在金融市场中，你不能暴露自己的重大决定。<sup>5</sup>

当巴菲特想要给予警告时，他会简洁明了地表达自己的想法。当他帮助所罗门兄弟公司解决其不当的政府债券交易问题时，正是这么做的：

我们（所罗门兄弟公司）将尽快支付罚金或接受处罚，迅速应对合理的法律诉讼。然而我们也会对那些无理的或言过其实的诉讼提出上诉，其中很大一部分诉讼是我们无论如何都有必要提出上诉的。也就是说，我们会对自己过去的行为做出适当的补救，但我们也不会成为别人的馅饼。<sup>6</sup>

## 树立榜样

当巴菲特临危受命，担任所罗门兄弟公司的临时主席时，他告诉股东：

尽管规章制度是必不可少的，但一种鼓励模范行为的氛围甚至可能比规章制度更重要。在我担任临时主席期间，我会认为自己是你们应服从的公司首要官员，我要求所罗门兄弟公司9000名员工协助我在公司内部营造一种鼓励模范行为的氛围，还要求他们不要被规章制度所束缚。在考虑任何公司行为时，员工必须问问自己，他是否愿意看到这一行为被消息灵通、富有批判精神的记者在当地报纸的首页加以报道，而他的配偶、孩子和朋友都会读到这则新闻。在我任职所罗门兄弟公司期间，我希望我们的一切合法行为不会招致非议。<sup>7</sup>

### 伯克希尔-哈撒韦公司年会

每年春季都会有成千上万的投资者和崇拜者涌入奥马哈，一连数小时坐在一个拥挤的会议厅里聆听巴菲特的演说。他会回答所有的问题，如果到了午餐时间，股东还有很多问题要问的话，他们可以到休息室购买三明治和可口可乐，吃饱喝足之后再来提问。每年，年会的会议议程都由巴菲特制定。以下这些例子都是从几届不同的年会中整理出来的。

会议议程将以我们惯常的“斯大林模式”<sup>[1]</sup>加以组织，以便留出足够的时间回答股东的问题。<sup>8</sup>

如果你必须在会议过程中离席，最好是在芒格发言时离开，但事实上很少有人中途离场。<sup>9</sup>

在午饭时间之前或由芒格以一些轻松的话题来结束本届年会之前，我们会一直接受股东的提问。<sup>10</sup>

会议结束后，我们会安排巴士送非本地居民的来宾到内布拉斯加家具市场、波珊珠宝商店或其他任何伯克希尔-哈撒韦公司有投资的公司参观访问。<sup>11</sup>

这句话绝不是在开玩笑。在会议休息室里，有销售时思糖果、金厨刀具、《世界大百科全书》、牛仔靴、组合家居和其他伯克希尔-哈撒韦旗下

公司产品的推车。巴菲特强调安排人们到伯克希尔-哈撒韦公司旗下商店参观，他们不仅可以购物，还可以受到教育。他曾说过：“你应该到内布拉斯加家具市场，看看工作中的B夫人。”<sup>12</sup>

年会期间，芒格偶尔也亲自参与推销。他特别推崇《世界大百科全书》：“（在年会期间）我卖出的《世界大百科全书》比伯克希尔-哈撒韦公司制造的其他产品都要多……它真是令人惊叹的人类文明的伟大成就——把这么多智慧的结晶浓缩在一起确实是一件令人难以置信的事情。”<sup>13</sup>

随着越来越多的人成为伯克希尔-哈撒韦公司的股东，年会的会务安排变得更为棘手：

你们中的多数人知道，在过去的几年里，我们都在杰世霖艺术博物馆召开年会，但如今它已无法容纳所有的人。我们今天开会的欧菲姆大剧院是一座历史悠久的歌剧院，看来，我们已经和文化结下了不解之缘。但是我也不知道下次我们会挪到哪里举行。<sup>14</sup>

1995年，年会移到假日酒店的会议中心举行，会议厅再次爆满；1996年随着伯克希尔-哈撒韦公司B股的发行，伯克希尔-哈撒韦公司的股东基数翻了一番，年会再次转移到阿肯萨本体育馆召开；随后年会挪到奎斯特中心举行，这是奥马哈市兴建的一座新的、艺术感很强的会议中心；2007年，超过20000人出席了年会，达到奎斯特中心的最大容量。

[1] 斯大林模式是指一种高度集中的经济、政治体制。——译者注

## 关心股东

伯克希尔-哈撒韦公司的股东、巴菲特的忠实支持者杰拉尔德·皮尔逊说在1965年时，他从朋友那里听说了巴菲特，于是便去找他。巴菲特说他已经不再接收新的投资者加入自己的合伙公司，但和皮尔逊交谈了一个小时后，巴菲特改变了主意。

“好吧，看起来你像是一个不错的合伙人。”巴菲特说。于是从那时起，皮尔逊便成为“巴菲特百万富翁俱乐部”的成员之一。<sup>15</sup>

促使伯克希尔-哈撒韦公司董事会关心股东利益的原因有很多，但其中最重要的原因是：董事会成员本身就是公司的股东，拥有公司大量股票。而且，伯克希尔-哈撒韦公司没有为公司董事及高层管理人员投保责任险，因此如果有人指控董事会管理不当，董事会面临巨额罚款。

当被问及为什么每年都有数以千计的股东不远千里来到奥马哈参加伯克希尔-哈撒韦公司的年会时，巴菲特猜测：

他们之所以来参加年会，是因为我们让他们觉得自己是公司的主人。<sup>16</sup>

巴菲特喜欢投资于那些管理层能设身处地为所有者着想的公司。出于这种考虑，他试图改变所罗门兄弟公司的企业文化：

我们希望看到公司经理由于成为公司的所有者而变得富有，而不是通过对其他人的所有权“搭便车”致富。我想，事实上所有权能为我们最优秀的管理者带来实质性的财富，而且数额也许远远超出他们现在的预期。<sup>17</sup>

## 和好主意说再见

芒格曾于1981年提出质疑：为什么要由公司的领导者决定股东支持什么慈善机构，因为毕竟公司捐出去的钱都是股东的钱。于是，那一年，他和巴菲特制订了一个公司股东捐赠计划，允许每一位股东选定不超过3家慈善机构，捐赠的金额取决于该股东所持有的公司A股股票的数量。后来伯克希尔-哈撒韦公司还发行了B股，但是B股股东不能参与这一捐赠计划。

这一想法很快付诸实施。在这一计划执行的22年中，公司股东捐赠计划一共向大约3500家慈善机构捐款1.97亿美元。最受股东青睐的捐赠对象

有学校、教堂和犹太教会。巴菲特和芒格把自己的那部分捐赠额度捐给了自己的慈善基金，主要致力于资助家庭计划。

伯克希尔-哈撒韦公司的捐赠模式受到了政府官员的广泛推崇，甚至连一些保守派也表示认同。诺贝尔经济学奖获得者、经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）指出，若公司不经商议，便将股东的钱用于捐助慈善机构，民主进程会遭到破坏。议员保罗·吉尔摩在1997年甚至试图以立法的形式要求所有公司采纳这一伯克希尔模式。

然而，从一开始，就有一小部分人反对这项计划，主要是因为捐赠的一部分钱用于支持所谓的自由事业，尤其是用于支持生育权。一家名为“生命抉择国际”的反堕胎组织曾发动了一场针对伯克希尔-哈撒韦旗下子公司的消费者商品抵制运动，但没有成功。2002年，一些股东提交了一份决议，要求终止这项捐赠计划，但是这项决议遭到了97%的股东的反对，未获通过。

2002年，伯克希尔-哈撒韦公司从公司创始人多丽丝·克里斯托弗（Doris K.Christopher）手中收购了美国最大的厨房用具公司——奢侈大厨厨具公司（Pampered Chef）。奢侈大厨厨具公司是一家通过独立分销商进行销售的、集厨具生产、销售于一体的龙头公司，分销商通常在私人的家庭聚会中推销商品。伯克希尔-哈撒韦公司收购奢侈大厨厨具公司后，该公司成为抵制运动的目标，由于推销商和顾客联合起来抵制该公司的产品，以迫使该公司拒绝加入伯克希尔-哈撒韦公司的捐赠计划，奢侈大厨厨具公司的销售出现大幅下滑。巴菲特和芒格不忍看到克里斯托弗的公司和伯克希尔-哈撒韦公司的投资一步步滑向深渊，于是决定对之前制订的公司捐赠计划进行调整，对此，芒格承认：“这使我深受打击。”<sup>18</sup>

但事实上芒格不必那么悲伤。因为有数以百计的投资者，由于早期投资于伯克希尔-哈撒韦公司而成为百万富翁甚至亿万富翁，伯克希尔-哈撒韦公司的捐赠计划并不是他们和社会分享财富的唯一途径，他们有自己的慈善基金或既定的资助组织，他们通过这种方式把自己获得的部分利益回馈社会。20世纪60年代初，唐纳德和米尔德里德·托普夫妇各向巴菲特合伙股份公司投资了25000美元。当唐纳德——一位化学工程教授于1995年去世时，他持有的股份大约为7000股，全部捐给了慈善机构。当米尔德里德于1998年去世后，她捐了7.5亿美元给慈善机构。虽然后来由于她的侄女上诉，法庭更改了她的遗嘱，慈善机构仍然从中受益匪浅。例如，巴菲特的母校——内布拉斯加州大学获得了她捐赠的1.25亿美元。

## 所罗门兄弟公司丑闻



所罗门兄弟公司的债券交易员保罗·莫泽（Paul Mozer）被指控进行非法美国国债交易。据案件陈述，他试图囤积居奇，操纵市场。这一事件使整个公司的生存面临极大威胁。对此，巴菲特评论道：

“莫泽支付了3万美元的罚款，被判入狱3个月；但所罗门兄弟公司的股东（包括我在内）付出了2.9亿美元的代价，而我还不得不担任该公司10个月的临时主席。”<sup>19</sup>

担任所罗门兄弟公司临时主席期间，巴菲特主持了1992年的公司年会。年会持续了3个小时，这3小时令巴菲特如坐针毡，因为股东希望获得更多与所罗门兄弟公司政府债券交易丑闻有关的信息。伯克希尔-哈撒韦公司在所罗门兄弟公司拥有大量投资，<sup>[1]</sup>于是，巴菲特是义务为所罗门兄弟公司工作，以帮助它在经历了莫泽事件后重建市场信誉。出名难缠的股东伊夫林·戴维斯质问巴菲特，他如何公正地处理他所乘坐的公司飞机每年在奥马哈和纽约之间往返飞行的158000美元的成本。对此，巴菲特回答道：

“我的劳动很廉价，但我的旅行成本很昂贵。”<sup>20</sup>

戴维斯还抱怨与处理所罗门兄弟公司问题有关的2500万美元的律师费太贵，对此，巴菲特回答道：

“戴维斯，如果您能和他们协商这笔费用的话，我会感到很高兴。我唯一想提醒的是，您在讨价还价的时候，稍微要合理一些。”<sup>21</sup>

## 伯克希尔-哈撒韦在线

巴菲特把他的股东称为一个社团——他们都是一个名为“格雷厄姆-多德都市”的虚拟社区的居民，这个名字取自格雷厄姆和价值投资学的传奇之父戴维·多德（David Dodd）。以前，“格雷厄姆-多德都市”的成员每年5月的第一个周末在奥马哈举行聚会，但如今，他们都在虚拟空间里聚会。巴菲特在1996年年度信件中宣布：“这是一个私下的决定。”他和芒格决定要把年度信件放到互联网上。他们将会在周六上传年度信件，这样的话读者就能在周一早上开市之前，对年度信件做深入的分析。如今，伯克希尔-哈撒韦公司的网站（[www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)）不仅发布年度信件，还提供政府雇员保险公司网站的链接、新闻发布、巴菲特的评论以及公司的实时新闻和数据。网站上还有众多博客和论坛，例如Ragingbull@lycos.com便是其中之一。可能人气最旺的要数messageboards@aol.com，在这个论坛里，你偶尔会看见小苏茜以Doshoes为名发表的帖子。

[1] 旅行者集团于1997年收购了所罗门兄弟公司，之后旅行者集团又于1998年并入花旗集团。如今伯克希尔-哈撒韦公司并没有持有该公司的股票。

## 雇用的人好，管理的就少

作家罗伯特·迈尔斯（Robert Miles）说巴菲特不仅是一位价值投资者，还是一位“价值管理者”，他一直在寻觅优秀的经理人。<sup>22</sup>

巴菲特说他的聘用表格里有这么一个问题：

你是不是一个充满激情的人？

巴菲特认为最好的经理人应该是这样的：<sup>23</sup>

我喜欢那些忘记他们已经把公司卖给了我，却仍然像公司的所有者那样经营公司的家伙。打个比方，就好像我和某人的女儿结婚，但若她仍坚持和父母住在一起，那我的感觉肯定不太好。<sup>24</sup>

巴菲特对经理人的期望是：

如果他们在管理公司方面需要我提供帮助的话，那么，我想他们和我都会有麻烦。<sup>25</sup>

但有时这一准则也会有例外情况。例如，每年巴菲特会协助经理制定时思糖果的销售价格和《水牛城日报》的发行量，因为管理层和巴菲特都认为，由于巴菲特未涉足公司的日常运行，所以他的建议更客观。



## 阅历更重要

伯克希尔-哈撒韦公司没有规定退休年龄，事实上，公司的首席执行官为公司服务的年限平均达到了23年。对此，巴菲特说：

你认为自己真的能向一条鱼解释清楚在陆地上行走的感觉吗？若它能在陆地待上一天，它自己获得的感知胜于我们长达1000年的游说。经营公司一天所获得的价值便是如此。<sup>26</sup>

一般来说，白发不会让我们在竞技场上受到伤害，因为我们不依靠敏捷的身手或发达的肌肉来赚钱（谢天谢地）。只要我们的头脑仍然能有效地思考，芒格和我能像过去一样把工作做得很好。<sup>27</sup>

## 善于配置资本

全资拥有一家公司而不是仅仅拥有公司的部分股份，其好处在于你能有效地对利润进行再投资，甚至还可以把资金投向其他产业：

我们不属于钢铁行业，不属于鞋业，从本质上说，我们不属于任何行业。我们如今在保险业的地位举足轻重，但我们并不想让这种现状继续下去，因为我们不想让人们产生这样一种根深蒂固的感觉，认为我们将在这条路上一直走下去。因此，我们会把资本从保险公司转移到其他对于伯克希尔-哈撒韦公司更有战略意义的公司。<sup>28</sup>

## 勇敢

大学毕业后，巴菲特花了100美元参加戴尔·卡耐基课程培训：

.....参加这个课程并不是为了使我在公开演讲时膝盖不发抖，而是为了使我能克服公开演讲之前的恐惧心理。 <sup>29</sup>

## 能力的交叉

我是一位比较成功的投资者，因为我本身还是一位商人；我是一位比较成功的商人，因为我本身还是一位投资者。<sup>30</sup>

我觉得管理和投资是有共通之处的，没有必要为了得到特别的结果做刻意的努力。<sup>31</sup>

## 伯克希尔-哈撒韦公司：强大的投资机器

在很长一段时间里，如果你提到伯克希尔-哈撒韦这家公司，人们会问：“它不是生产T恤的吗？”但事实上，这家公司从来都没有生产过T恤。当巴菲特开始买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票时，其是新英格兰一家日渐衰落的纺织厂。巴菲特曾说这是自己投资生涯中所犯的最大错误。在多次试图拯救这家工厂未果后，巴菲特最终关闭了这家工厂，但他并没有放弃，而是保留了公司的躯壳。他逐渐地、深谋远虑地对它进行了改造，把它改造成世界上最伟大的控股公司。如今公司拥有21.7万名雇员，年收入近1000亿美元。

但该公司的与众不同之处在于，一些人把伯克希尔-哈撒韦公司当作奥马哈奇迹和信仰来膜拜。但如果这真的可以被视为信仰的话，那也是一种有利可图的信仰。

如果你1965年时在伯克希尔-哈撒韦公司投资了1万美元，到2006年，你这笔投资的价值将超过3000万美元。如果你把相同金额的钱投资于标准普尔500指数股票并一直持有，到2006年，你的投资价值仅仅只有50万美元。晨星公司（Morningstar）指出，自从1965年以来，伯克希尔-哈撒韦公司的每股账面价值以每年大约22%的幅度增长，而与此同时，标准普尔500指数每年的增长率大约为10.4%。

伯克希尔-哈撒韦公司是超过65家公司的母公司，拥有大约39只不同公司的股票，涉足不同的领域，从家具到快餐，从鞋子到内衣。然而它最重要的资产是对保险公司的投资。政府雇员保险公司是美国第四大汽车保险公司，通用再保险公司和伯克希尔再保险集团是世界上最大的两家再保险公司。通用再保险公司是世界上唯一一家AAA级再保险公司（保险公司向再保险公司投保以规避重大风险，尤其是一些无法预计的风险，如飓风和地震等）。

巴菲特成功地把伯克希尔再保险集团打造成为世界上仅有的获得穆迪Aaa评级的8家公司之一，Aaa级是公司能获得的最高评级。他是如何做到这一点的呢？一开始，巴菲特仅进行股票投资，后来逐渐地开始以合理价格收购整个公司。而且他使债务保持在最低限度，并对所收购的公司重新进行资本配置，致力于改进公司的盈利水平。

伯克希尔-哈撒韦公司最令人印象深刻的资产是它的现金余额：2006年，伯克希尔-哈撒韦公司拥有420亿美元的现金储备。普惠公司的前任分

析师艾丽丝·施罗德（Alice Schroeder）说：“如今伯克希尔-哈撒韦公司显然已经成了一家保险公司，能产生可以用于投资的超额资本和现金流。当然它最大的优势就在于拥有巴菲特这位配置和运用资本的高手。”<sup>32</sup>

虽然对于保险公司的投资在伯克希尔-哈撒韦公司的资产中占到很大比重，巴菲特仍然强调：

公司拥有众多分散化和强劲的收益来源、至关重要的金融力量和股东利益至上的根深蒂固的文化。我们拥有众多优秀的经理人，他们完全能胜任自己的工作。我希望随着伯克希尔-哈撒韦公司新的收购和扩张，它能变得更加强大，获得更多的利润。<sup>33</sup>

尽管伯克希尔-哈撒韦公司可能还不能完全符合我们对于信仰的定义，但它的确已经拥有一批忠实的信徒。投资者买入伯克希尔-哈撒韦公司的股票后就不再卖出，甚至还指示他们的继承人要一直持有。因此，伯克希尔-哈撒韦公司年会有时被投资者誉为“麦加朝圣”，而巴菲特则把年会认为是投资者的“伍德斯托克音乐节”。幸运的是，巴菲特从不要求股东喝Kool-Aid<sup>[1]</sup>或跟随他冒险。他不希望他们在股价走势不乐观时仍然持股，也不希望他们仅仅只到伯克希尔-哈撒韦旗下子公司购物，但他们却恰恰是这么做的。

[1] Kool-Aid是卡夫食品公司（Kraft Food）生产的一种可变换颜色的饮料，巴菲特持有卡夫食品公司的股份。——译者注

## 第6章 关于投资

巴菲特有一些被他描述为“简单、保守和精简”的投资规则。<sup>1</sup> 巴菲特的许多投资方法具有鲜明的个人特色，还有一些则是从老师和实践中学来的。像所有的好学生一样，他所受到的良好教育奠定了其发展的基础，但是，他的建树很快便远远超越了他所遇到的最好的老师。

## 投资哲学

规则1：绝不能亏钱；规则2：绝不要忘记规则1。<sup>2</sup>

经年累月，许多非常精明的人终于明白了不管多么长串的数字乘上零总是等于零。<sup>3</sup>

巴菲特反复重申格雷厄姆的观点：

我认为可以用他的三个观点来概括他的知识体系。我并不知道他的这些观点是如何发挥作用的，但它们确实在股票投资方面很有用。这些观点都不复杂，都没有涉及数学或任何诸如此类的东西。（格雷厄姆说）你必须把公司看作是由股票组成的，把（市场）波动看作是你的朋友而非敌人，要记住利润来源于忽略市场波动而非对市场波动“助纣为虐”。在《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）的最后一章中，他提到一个关于投资的最重要的词：稳健性。我认为在从现在开始100年里，这个词将被视为合理投资的基石。<sup>4</sup>

巴菲特这样概括格雷厄姆的观点：

当正确的投资冲动遇上正确的知识体系时，你就会有理智的投资行为。<sup>5</sup>

巴菲特并不担心他的投资规则会过时，他说：

如果规则会过时，就不能称之为规则。<sup>6</sup>



## 认清敌人：通货膨胀

通过计算便一目了然，通货膨胀是一种比立法机关所颁布的任何政策都更具有破坏性的税赋，它有一种消耗资本的惊人能力。假设有一个寡妇，存款的储蓄利率为5%，对她而言，在零通货膨胀时期为利息收入支付100%的所得税与在通货膨胀率为5%的年份支付零所得税是没有区别的。在上述两种方式中，政府以一种无论如何都没有留给她实际收入的方式对她征税。她所花费的每一分钱都在消耗她的资本。她会认为100%的所得税是无法容忍的，却不会注意到5%的通货膨胀，其经济效应和100%<sup>[1]</sup>的所得税是一样的。<sup>7</sup>

如果你觉得你能通过在证券市场上长袖善舞来战胜通胀，我愿意做你的经纪人，但不是你的合伙人。<sup>8</sup>

巴菲特这样解释他为什么即使在高通胀时期仍然持股：

部分原因在于我的习惯，部分原因仅仅在于股票代表着公司，而拥有公司比拥有黄金或农田要有趣得多。此外，股票可能是在通货膨胀时期，那些可供选择的少得可怜的投资对象中最好的选择——至少如果你能以合适的价格买进，它们会是很好的投资对象。<sup>9</sup>

关于如何控制通货膨胀，巴菲特有自己的见解：

如果能通过一个宪法修正案，规定在CPI指数增长超过3%的年份，国会议员和参议员不得参加选举，我们就能很容易地消除或降低通货膨胀。<sup>10</sup>

[1] 原书为“120%”，疑有误，应为“100%。”——译者注

## 经验的顿悟

当巴菲特读到格雷厄姆的经典著作《聪明的投资者》时，他是一名在内布拉斯加州大学读四年级的19岁学生，他把这一经历比作“朝圣”的过程。这本书使他学到了“为40美分买进1美元”的哲学。<sup>11</sup> 巴菲特坦言，在读到这本书之前：

当时我仍在苦苦摸索：我搜集图表，阅读所有的技术分析素材，听信一些似是而非的所谓技巧。就在这时，我读到了格雷厄姆的《聪明的投资者》，就像看见了指路的明灯。<sup>12</sup>

我并不想使自己听起来像一个虔诚的狂热分子，但它（《聪明的投资者》）确实使我深深着迷。<sup>13</sup>

在那之前，我一直都在机械地进行投资，而非用脑进行投资。<sup>14</sup>

### 本杰明·格雷厄姆

巴菲特最初是通过格雷厄姆的著作《聪明的投资者》知道有这么一个人的。他遇到格雷厄姆本人则是在1950年，当巴菲特进入哥伦比亚大学研究生院学习时。巴菲特说：“格雷厄姆对我的商业生涯的影响，仅次于我父亲。”<sup>15</sup>

巴菲特认为格雷厄姆对于应对投资知识挑战的兴趣要大于积聚财富的兴趣。巨大的求知欲、宽容和冷峻的幽默感使格雷厄姆显得与众不同。<sup>16</sup>

格雷厄姆和巴菲特有很多共同点。和巴菲特一样的坦率、诙谐使格雷厄姆交游广泛，但最主要的相似之处还在于他们对拥有大量金钱不感兴趣，这使他们与众不同（相对于我们大部分人而言）。<sup>[1]</sup> 在巴菲特加入格雷厄姆的公司之后不久，格雷厄姆告诉他：“钱对于你我并没有什么影响，我们不会因钱而改变，只是我们的妻子会因此生活得更好些。”<sup>17</sup>

1951年，当巴菲特从哥伦比亚大学毕业时，格雷厄姆建议他在过热的市场降温前，暂时不要做什么投资。那一年里，道琼斯工业平均指数最高达到250点，而在这之前，道琼斯工业平均指数从诞生以来，从未超过200点。

巴菲特说：“我当时有大约1万美元，但如果我采纳了他的建议，我可能仍然只有大约1万美元。”<sup>18</sup>

但不管怎么说，这仍是一个非同寻常的建议，因为格雷厄姆给出的是一个与市场时机背道而驰的、关于职业生涯的警示。格雷厄姆于1956年退休，他显然已经对工作感到厌倦，对股票不再感兴趣了。

格雷厄姆不是一掷千金的投资者，也不随波逐流。他提倡稳健投资，如果你不是急于求成的话，我想稳健投资能使你变得非常富有。稳健投资绝不会使你变得贫穷，因此这是较好的投资方式。<sup>19</sup>

困扰我们的是有这么多人知道格雷厄姆，却几乎没有人真正理解他。我们在不同的场合谈论我们的规则，并在年度信件中深入地加以阐述。这些规则都简单易懂，也很容易执行。但每一个人都想知道的唯一的的事情是“你今天打算买什么股票”？就像格雷厄姆那样，我们广为人知，却很少有人真正理解我们。<sup>20</sup>

当得出关于投资的想法时，我们绝大多数人还是很警惕的，从不谈论这些想法，直到已经买进我们能买进的最后一股，然后我们才开始嚷嚷。在这方面，格雷厄姆有所不同。他经常在哥伦比亚大学或纽约金融学院授课，他每节课都要引用当前的实例，非常愿意分享被别人视为秘密的东西。把确实会损害自己商业利益的东西传授给别人，这从本质上而言是一种无私的行为。而据我所知，格雷厄姆正是这样做的。<sup>21</sup>

巴菲特笑着补充道：“我无法将格雷厄姆的这一部分优点发扬光大。”<sup>[2]</sup>

以下摘录了一些格雷厄姆关于投资和市场的有代表性的见解：

帕斯卡曾说过：“对于事物的本质，我们可以获得多种解释，但这些解释却并没有真正理解事物的本质。”为了获得诸如此类对“本质的解释”，请阅读《华尔街日报》。<sup>22</sup>

尽管格雷厄姆和巴菲特一样，对数学有着与生俱来的狂热，却警告那些过分依赖表格、图形或公式的投资者，他说：

即使证券购买者的潜在动机只是为了满足投机性的贪欲，人类的天性也会促使他试图用表面的逻辑和理性来掩盖这种丑陋的动机。<sup>23</sup>

格雷厄姆经常提醒投资者，他们拥有自己所投资的公司，是公司的所有者，不能任由自己被管理层摆布：

“对于那些心存不满的股东，我只想说一句话，在我看来，仅仅是不够的。《华尔街日报》最大的问题就在于，无法把公司重大事件中纯粹的麻烦制造者或罢工发起者，与那些其合理不满应引起公司管理层和董事会关注的股东区分开来。”<sup>24</sup>

虽然巴菲特很欣赏格雷厄姆，但在一些方面却和他产生分歧：

格雷厄姆希望所有交易的收益都是可以计算的，我则希望所有交易能产生的未来现金流是可以计算的。我认为实践格雷厄姆方式的最佳时机是1973年或1974年，当时，你能轻易地计算出投资收益。<sup>25</sup>

和20年前相比，如今我愿意为好的公司和好的管理层支付更高的价格。格雷厄姆倾向于孤立地研究统计数据，我则越来越看重无形资产。<sup>26</sup>

已故的红杉基金公司的创办者威廉·鲁安在参加格雷厄姆在哥伦比亚大学召开的研讨会上结识了巴菲特。鲁安说格雷厄姆和巴菲特共同完整地阐述了应如何投资：

如果把格雷厄姆的著作奉为“圣经”，巴菲特则为它注入了新的东西，因此巴菲特的著作被奉为“新约圣经”。<sup>27</sup>

格雷厄姆晚年时告诉巴菲特，他每天都希望做一些“愚蠢的、有创造性的和慷慨的事情”。格雷厄姆说通常早餐之前，他便能完成其中的第一类事情。<sup>28</sup>

格雷厄姆快70岁时，生病住进了圣迭戈医院。其间他让巴菲特帮他修订《聪明的投资者》的新版，巴菲特答应了。但后来格雷厄姆痊愈后又自己着手进行修订。格雷厄姆似乎不太喜欢巴菲特的一些改动之处。那么巴菲特到底做了什么改动呢？巴菲特认为改动不大：

我只是想更多地阐述一些与通货膨胀有关的内容，以及关于投资者如何分析公司这方面的内容，但我并没有打算改变他所提出的“十诫”。<sup>29</sup>

数十年来，格雷厄姆的理论很少被选入大学教学内容，对此，巴菲特认为：

缘由就在于格雷厄姆的理论不够深奥。相反，大学里教的都是一些难懂却没有用的东西。商学院推崇复杂理论而非简单理论。但事实上，简单的理论更有效。<sup>30</sup>

然而，在巴菲特成名和成功后，哥伦比亚大学、斯坦福大学和其他一些商学院都纷纷邀请格雷厄姆去讲学。

如今世界各地的投资者和巴菲特一样崇拜格雷厄姆。巴菲特说：“他为许多人指明了道路。”<sup>31</sup>

那么，关于巴菲特，格雷厄姆又有什么看法呢？格雷厄姆告诉加利福尼亚州德尔马的一位投资者查尔斯·布兰德斯：“巴菲特已经做得很好了。”<sup>32</sup>

[1] 巴菲特最终赚到比格雷厄姆多得多的钱。当格雷厄姆于1976年以82岁的高龄去世时，留下了大约300万美元的遗产。

[2] 除非应证券交易委员会的要求，或交易过后很久，否则巴菲特在向投资者说明伯克希尔-哈撒韦公司的业绩时不会透露他所买入的股票。一般来说，伯克希尔-哈撒韦公司不公布投资金额低于6亿美元的投资项目。

## 别在意教授怎么说

巴菲特批判有效市场假说、 $\beta$ 系数以及其他一些如今仍然在一些重点大学作为教学内容的理论。他相信，这些理论过多地依赖抽象假设，不具有充分的普遍意义：

如果市场总是有效的话，我将成为一无所有的乞丐。<sup>33</sup>

在一个人们都相信市场有效性的市场上进行投资，就像和被告之不需要盯着手中的牌的人打桥牌一样容易。<sup>34</sup>

商学院教导成千上万的学生：思考是没有任何好处的。这对我来说，非常有利。<sup>35</sup>

时下的金融课程只能使你变得平庸。<sup>36</sup>

当有人请巴菲特的搭档芒格评价现代投资组合理论时，他总是不屑一顾。他会说这类概念是“一种甚至无法被归类的愚蠢的理论”。<sup>37</sup>

关于如何把“资产配置”到未来收益最高、表现最优的产业，巴菲特说：

我只是见机行事。从本质上来说，我们对具体的行业类别不感兴趣，我们只对价值感兴趣。<sup>38</sup>



## 遭遇“市场先生”：你的仆人而非领导

“市场先生”是格雷厄姆为了向其学生解释市场行为而创造出来的一个词。格雷厄姆说股票市场应该被视为一位受情绪摆布的商业搭档。<sup>39</sup> “市场先生”每天都会透露一个价格，这个价格是他愿意买进你所持有的公司股份，或把他的股份卖给你的价格。不管他的出价多么疯狂或你多么频繁地拒绝他的报价，第二天“市场先生”还是会给出新的报价，而且每天如此。巴菲特说这个故事想要说明的问题是：“市场先生”是你的仆人而非领导。

1989年3月，股市大跌时，巴菲特写道：

我们不知道超卖会持续多久，我们也不知道什么能够改变促使政府、债权人和买方疯狂抛售的态度。但我们知道别人越不谨慎地管理他们的投资时，我们就必须越发谨慎地管理我们自己的投资。<sup>40</sup>

在20世纪的最后几年，伯克希尔-哈撒韦公司的价格曾出现暴跌，除了由于投资者的投资失去理智地向包括高新技术或互联网在内的相关产业倾斜之外，问题还出在伯克希尔-哈撒韦公司对于通用再保险公司的收购、有关巴菲特健康状况欠佳以及认为他没有能力实现以往辉煌的传言。1998年年中时，伯克希尔-哈撒韦公司股价曾高达8万美元/股，但是到2000年3月，股价跌到几乎只有原来的一半。在2001年年度信件中，巴菲特写道：

这对于那些喜欢从偶然性事件中牟利的人来说，无疑是天赐良机：巨大的泡沫在2000年3月10日破灭了（但是直到数月后我们才意识到这一事实）。在那一天，纳斯达克指数达到有史以来的最高位——5132点（而现在只有1731点）。也就在同一天，伯克希尔-哈撒韦公司股票的成交价为40800美元，这是自1997年年中以来的最低价。<sup>41</sup>

然而在这段黑暗的日子里，伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值却仍在增加，尽管增加的幅度很小。截至2005年，伯克希尔-哈撒韦公司的股价已经大幅反弹，远远高于曾经的最低价。但巴菲特却懊恼不已，因为当一些他长期持股的公司的股价被普遍高估时，他没能把握住获取更多利润的机会。他说：

我犯了个重大错误，那就是在泡沫膨胀时没有把一些持股量大的股票抛掉。如果这些股票如今的价格充分反映了其价值，你必然会质疑4年前当它们的内在价值远远低于其市场价格时，我究竟是怎么想的，居然没有把

它们抛掉，我为此懊悔不已。<sup>42</sup>

当市场条件发生逆转时，投资者如何才能确定被市场低估的股票价格最终能回升呢？

为格雷厄姆-纽曼公司工作时，我问格雷厄姆：当市场条件发生逆转时，谁能告诉我该怎么做。他只是耸耸肩，回答说最终市场会告诉我该怎么做。我想他是对的：从短期来看，市场能告诉你买什么股票；从长远来看，它能告诉你买多少股票。<sup>43</sup>

人们会变得非常贪婪、害怕或愚蠢这一事实是可以预期的，但这些情绪所导致的结果是无法预期的。<sup>44</sup>

市场就像救世主，会帮助那些能自救的人。<sup>45</sup>



## 忽略“市场先生”的情绪

我和芒格从不对市场妄下判断，因为这没有任何好处，反而可能影响我们原有的正确判断。<sup>46</sup>

你不可能由于把握住市场风向就变得富有。<sup>47</sup>

市场是一个参照物，我们只能借此判断某人是否在做蠢事。我们在股票市场上进行投资，实际上就是对公司进行投资。<sup>48</sup>

如果我们发现一家自己喜欢的、值得投资的公司，其市价并不会对我们的决策产生实质性影响。从本质上说，我们是通过公司与公司之间的比较来做出决策的，几乎不考虑宏观经济因素。换言之，如果有人向我们提交一份由最权威的学者做出的关于宏观经济运行的预测，内容包括失业率、利率以及经济运行在未来两年内是否良好等，我们并不会予以关注。我们只是试图关注自己了解并且价格合适、管理层令人满意的公司。我们对与国会相关的任何信息都不屑一顾。因为我们认为对于这些事情的关注对我们的投资决策没有裨益。<sup>49</sup>

约翰·梅纳德·凯恩斯曾说过：“不要试图把握整个市场的运行，应努力找出你理解的公司，然后仅关注这些公司。”<sup>50</sup>

由于某些原因，人们容易接受价格暗示而不是价值暗示。但价格暗示并不总是有效的，尤其是当你投资于自己并不了解的公司时，或仅仅因为看到上星期价格暗示对某人有效而进行投资时，它们常常会失灵。因此，世界上进行股票投资最缺乏说服力的理由，就是价格的上涨。<sup>51</sup>

市场前景从来都是不明朗的，由于乐观的市场情绪影响，你会以非常高的价格买进。但事实上，不确定性对于那些进行长期价值投资的投资者来说是有利的。<sup>52</sup>

## 聆听机遇的召唤

虽然巴菲特不能预期市场的走向，但当股票价格普遍过高或过低时，他有几次做出了正确的判断。他所凭借的线索是：市场上几乎没有可以买进的被低估的股票（牛市），或者有太多值得买进的好股票，以至于投资者无法将它们全部买进（熊市）。例如，1973年，股价非常高，他说：

我觉得自己就像是流落在一座荒芜孤岛上的、雄性荷尔蒙分泌旺盛的家伙——我几乎找不到可以买进的股票。<sup>53</sup>

1974年，巴菲特迫切想要进行投资的状态仍然没有改变，但他的处境（比如说市场）发生了改变。他告诉记者：

我觉得自己就像妻妾成群的、雄性荷尔蒙分泌旺盛的家伙——是时候开始投资了。<sup>54</sup>

总的来说，伯克希尔-哈撒韦公司及其长期投资者能从股市下跌中获得利益，这和规规矩矩的食品采购商从食品价格下降中获得利益的原理是一样的。因此，当有时市场既不是由于恐慌也不是由于悲观而垂直下挫时，这对于伯克希尔-哈撒韦公司来说是个好消息。<sup>55</sup>

但有时巴菲特找不到能吸引他的投资对象：

如今我既不喜欢股票也不喜欢债券。我发现自己和梅·韦斯特<sup>[1]</sup>一样极端，正如她宣称：“我只喜欢两种男人——外国男人和本国男人。”<sup>56</sup>

巴菲特说自己喜欢在“债务负担造成公司业绩下滑”时买进该公司的股票。<sup>57</sup>

无论市场条件看起来是向好还是恶化，机会总会突然出现。一群来自田纳西州大学的学生参加学校组织的一年一度的旅行来到奥马哈考察伯克希尔-哈撒韦公司，巴菲特接见了他们，他们之间的这次际遇为巴菲特带来了投资机会。因为，此后每学期结束时，这些学生都会送他一份礼物，如他们教练签名的足球、篮球等。2003年，他们送给巴菲特一本书，是克莱顿公司创始人吉姆·克莱顿（Jim Clayton）的自传，这本书使巴菲特发现了一家值得投资的公司。

我早就知道该公司是一家表现卓越的预制房屋制造公司，我之所以知

道克莱顿公司，是因为较早时错误地买进了一些令人沮丧的、奥克伍德公司的垃圾债券，该公司是这一行业最大的公司之一。当买进奥克伍德公司的债券时，我并不了解整个预制房屋制造业的消费者信贷现象有多么严重，但我认为奥克伍德公司不会迅速破产。<sup>58</sup>

巴菲特认为克莱顿在借贷方面要比其主要竞争对手“谨慎得多”。当收到这本书时，巴菲特告诉学生自己非常欣赏克莱顿。稍后不久，他便打电话给克莱顿的儿子——凯文·克莱顿（Kevin Clayton），表达自己对克莱顿的欣赏。通过那通电话，巴菲特深信如今掌管该公司的凯文在管理方面有两个非常显著的特点——诚实和精干。

在那之后不久，我仅仅基于克莱顿的自传、自己对于凯文的评价、克莱顿公司公开的财务状况以及从奥克伍德公司的投资经历中获得的教训，出价收购了克莱顿公司。<sup>59</sup>

巴菲特的报价令克莱顿董事会震惊，因为当时整个行业普遍由于消费者信贷规模过大而处于困境。他们非常乐意由巴菲特提供并管理资本，却由他们继续管理公司。后来所发生的一切便是大家津津乐道的事实：克莱顿收购了奥克伍德公司。

当交易（克莱顿收购奥克伍德公司）达成时，克莱顿的生产能力、产品覆盖地理区域和销售渠道都将实现显著的增长。作为副产品，我们以非常低的折扣买进的奥克伍德的债务，也可能会为我们带来小额利润。<sup>60</sup>

[1] 梅·韦斯特（1893—1980）是20世纪30年代美国著名的女演员、歌手和剧作家，她是好莱坞的第一位性感女明星，以提倡性解放而著称。——译者注

## 理解价格 and 价值的区别

价格是你支付的钱，而价值是你得到的钱。<sup>61</sup>

当伯克希尔-哈撒韦公司于1992年收购奥马哈的中央州立保险赔偿公司（Central States Indemnity Co.）时，该公司的高级管理人员威廉·凯泽这样描述这笔交易：“他给出的报价相当于公司每年收益的10倍。我说，‘去年我们的收益是1000万美元，因此如果我没有算错的话，您的报价应为1亿美元’。当我报出这一价格时，努力掩饰内心的激动。他说，‘成交’。于是我想乘胜追击，说，‘1.25亿美元如何’？他说，‘太迟了，我已经决定了，就1亿美元’。”<sup>62</sup>

## 寻找内在价值

内在价值是一个重要的、与此同时却又是令人难以捉摸的概念：

没有公式可以计算内在价值。你必须了解你打算买进股票的那家公司的情况才能获得有关内在价值的信息。<sup>63</sup>

评估公司的内在价值既是一门艺术又是一门科学。<sup>64</sup>

我们并不一定非得等到价格触底时才买进。但若公司的价格低于你认为这个公司应有的价值时，就必须抛掉，而且公司必须是由诚实、有能力的人来管理。如果今天你能买进一家当前价格低于其内在价值的公司的股票，而且你对公司的管理层有信心，那么，如果你能买进更多类似公司的股票的话，你会赚到钱的。<sup>65</sup>

不过，不要担心价值投资者会把所有有利可图的交易收入囊中：

在过去的35年间，我所实践的价值投资并没有形成气候。人性的弱点使人们喜欢把简单的事情复杂化。<sup>66</sup>

## 期待市场出现步调不一

当随波逐流的人们抛出股票时，伯克希尔-哈撒韦公司买进股票。<sup>67</sup>

当大多数人对股票感兴趣时，人们会随大流。但我一般在没有人对股票感兴趣时，对股票产生兴趣。你不能指望通过买进热门股票获得高收益。<sup>68</sup>

你不必是一位航天科学家。投资并不是一场智商160分的人就必然能战胜智商130分的人的游戏。对于投资来说，理性是至关重要的。<sup>69</sup>

乐观地说，达到财富顶端的道路不止一条。<sup>70</sup>

### “二手雪茄烟蒂”投资哲学

——沃特·施洛斯与沃伦·巴菲特之间的融洽谈话

有一次，格雷厄姆充满工作热情的学生巴菲特前往新泽西参加一家格雷厄姆持有股份的公司的年会。而同样在格雷厄姆-纽曼公司工作的沃特·施洛斯恰好也在那里。他们开始交谈，一起去吃午饭，从此便成了朋友。施洛斯后来离开了格雷厄姆的公司，成立了自己的公司。巴菲特在自己最近发表的著名演讲“格雷厄姆-多德都市里的超级投资者”中强调了施洛斯所取得的非凡投资业绩。

39年来，和标准普尔500指数不到10%的增长率相比，施洛斯为股东带来平均20%多的年复合收益率。在基金没有获利的年份，施洛斯为了将支出控制在最低水平，甚至取消了自己应得的管理报酬。对此，施洛斯说：“如果我的工作没有做好，就不应该获得报酬。”<sup>71</sup>

巴菲特说：“我想施洛斯的经营方式为我们所有人都上了深刻的一课（芒格已经领会其中的要义）。施洛斯持有所罗门兄弟公司的股票有一年之久，收益显著，而正是这只股票令伯克希尔-哈撒韦公司不得不开动‘不可或缺号’的引擎，载着我往返于纽约和奥马哈之间穷于应付。”<sup>72</sup>

下面是巴菲特和施洛斯<sup>73</sup>在纽约证券分析师协会举办的格雷厄姆100周年诞辰的纪念仪式上所进行的亲密谈话的浓缩版本。巴菲特解释说格雷厄姆觉得任何形式都是一种欺骗，例如召开只有高层管理人员参加的会

议，却将个人投资者排除在外。

巴菲特：我倾向于进行善意的欺骗，但在这方面施洛斯却是保守分子。在过去几年里，他的确已经取得了不俗的投资纪录，我将告诉你们这一切。

施洛斯：我真的不喜欢跟管理层谈话。相对而言，股票更容易打交道，因为它们不会和你争论，不会有情绪，你也不需要把它们紧紧握在手中。如今，巴菲特是个非同寻常的家伙，因为他不仅是优秀的分析师，还是优秀的推销员，是一位有着卓越判断能力的人，这些特质是非同寻常的组合。我坚信，如果我打算收购某人的公司，他第二天肯定会退出。但有时我会对他的性格或其他因素判断失误，抑或我可能没有意识到，他的确是由于不喜欢这家公司，真的想出售该公司才放弃的。当买下某家公司后，巴菲特会放手让公司原来的管理层继续经营该公司，这也是一个特殊的显著特点。

施洛斯（在稍后的讨论中）：我拥有大量股票，但巴菲特并不赞成我这么做，但我无法控制自己。你必须做一些令自己觉得开心的事情，即使这些事情可能并不像巴菲特所从事的事情那样有利可图，毕竟巴菲特是独一无二的。（因为我拥有这么多股票）其中某一单一股票的风险并不显著。我试图根据资产而非收益来买进被低估的股票。依据资产而非收益进行判断，使我的投资活动得到了改善，因为收益容易发生变动。

巴菲特（在稍后的讨论中，仍坚持自己的观点）：施洛斯拥有数不清的证券，我把这称为“二手雪茄烟蒂”投资方法：你找到了这些充分燃烧的、只剩烟蒂的雪茄，它们是免费的，你把它们捡起来，还可以抽上一口。但任何事物都是有价的。最近施洛斯罕见地说他要买一根“新雪茄”，但他是在削价处理时买的。

施洛斯在另一场合这样评价巴菲特：“从来都没有人能做到像他那样.....因为要使公司实现持续的增长是非常困难的。也许有一天他会用它（伯克希尔-哈撒韦公司）吞并加拿大。”<sup>74</sup>



## 收益！收益！收益！

收益或者对未来收益的承诺赋予股票价值：

我们喜欢那些能为投资资本带来高额回报，而且有可能持续带来高额回报的股票。例如，最近一次我们买进可口可乐的股票时，它的价格大约是收益的23倍。但把我们的买入价和今天的收益进行比较，发现价格仅为收益的5倍。股票的价值的确是投入资本、投入资本回报和未来产生的资本，与当天买入价比较之后的综合结果。<sup>75</sup>

如果公司运行良好，公司的股票最终会体现这一点。<sup>76</sup>

巴菲特认为买进收益强劲的公司的股票是通货膨胀时期很好的保值方式：

通货膨胀会引发公司的融资需求，但具有讽刺意味的是盈利状况好的公司通常拥有最高信用等级，因此相对较少依赖债务资本。但那些盈利能力落后的公司往往信用等级较低，无法得到充足的资本。与20年前相比，借款人能更好地理解这一问题，因此他们不太愿意让这些对资本如饥似渴、盈利能力低的公司自己面对融资困境。<sup>77</sup>

一个财务季度的经营状况并不能反映出收益趋势，正如巴菲特在讨论所罗门兄弟公司的未来方向时所提到的那样：

只要我们能创造15%的年权益收益率，我并不担心一个季度的收益。<sup>78</sup>



## 向前看，不要向后看

养老基金经理仍然凭借对过去的分析来做出投资决策。这种孤注一掷的方法经时间检验，证实是代价高昂的，而且这次可能也会令我们付出同样高昂的代价。<sup>79</sup>

当然，今天的投资者不能从昨日的利润增长中获得收益。<sup>80</sup>

## 规避风险

作家蒂莫西·维克（Timothy Vick）说：“巴菲特总是试图把他的损失降到最低，直至为零。人们说巴菲特是伟大的股票价值发现者，我却把他看作伟大的风险规避者（规避收益差的投资）。 ”<sup>81</sup>

我非常注重确定性.....如果你也能做到这一点，那么风险不会对你产生任何影响。如果你承受了巨大的风险，那么归根结底是由于你对于未来的结果是不确定的。如果你分散买进一些值得投资的证券，就不会有风险。<sup>82</sup>

巴菲特经常用《华盛顿邮报》作为一个无风险投资的例子。1973年，《华盛顿邮报》的市价为8000万美元，公司没有任何债务：

如果你问任何一个生意人，《华盛顿邮报》的资产值多少钱，他们会说4亿美元或其他差不多的价格。即使你凌晨2点在大西洋中间举行拍卖，人们也会前来参加竞拍。因为这家公司由正直且富有能力的人经营，他们都拥有公司相当大比重的股份，因此投资于这家公司非常安全。即使让我把自己所有的净资产都投资于这家公司，我也不会有丝毫迟疑。<sup>83</sup>

风险源于你并不了解自己正在从事的事情。<sup>84</sup>

保险业正是一个关于承担风险的行业，偶然还必须承担天灾人祸造成的风险，再保险行业更是如此。巴菲特的再保险集团为2002年冬季奥林匹克运动会提供保险，为拳王迈克·泰森以及众多的彩票中奖者提供人身保险。2001年9月11日之后，伯克希尔-哈撒韦公司进一步完善针对大型恐怖活动造成的生命财产损失保险的再保险政策。

若城市发生严重地震，或暴风雪横扫欧洲，请为我们祈祷吧。<sup>85</sup>

由于2001年9月11日恐怖分子袭击世贸中心，伯克希尔-哈撒韦再保险集团损失22亿美元。2005年伯克希尔-哈撒韦再保险集团再受重创——由于卡特里娜飓风、丽塔飓风和威尔玛飓风造成高达25亿美元损失，其保险业务陷入亏损。但伯克希尔-哈撒韦再保险集团渡过了这场危机，关键就在于它拥有一个足够强大、能够经受住偶然性大规模亏损的母公司。但值得引起重视的是，即使在相对平静的2006年，飓风和恶劣天气也为保险公司带来越来越多的考验：

2004 ~ 2005年可怕的飓风是反常现象吗？抑或它们是地球给出的首次警告，预示21世纪的气候将和我们过去所经历的气候有着本质区别？如果对第二个问题的答案是“正确”，那么我们马上就会意识到2006年将是极具破坏性的暴风雨来临前的片刻宁静。这一切会动摇保险业的根基。如果你认为卡特里娜飓风是最坏的情况，这种想法过于天真。<sup>86</sup>

可以预计的风险和过于狂热的期望之间还是有很大区别的：

很久以前，艾萨克·牛顿爵士提出了三大运动定律，这是天才的杰作。但牛顿的天赋并没有延伸至投资领域，他在“南海泡沫事件”中损失惨重，对此，他后来表示：“我能计算出行星的运动轨迹，却无法预计人们的疯狂行为。”如果不是因为这一损失令他一蹶不振，牛顿爵士极有可能会发现第四大运动定律：对于投资者整体来说，运动加速收益减少。<sup>87</sup>

## 不要赌博

如果奖金很诱人但参与费用很低，则不管赢的机会多么微乎其微，人们都会有赌博倾向。这就是为什么拉斯维加斯的赌场要大肆宣传巨额累积赌注，各州的彩票抽奖要强调高额奖金。<sup>88</sup>

一些远期交易和赌博游戏并没有什么区别：

交易越活跃，公众付出的成本就越高，在这些交易背后流入经纪商口袋的钱就越多。<sup>89</sup>

如果你无法抗拒赌场的诱惑，那么要时刻保持清醒：

你正在和这个市场上众多愚蠢的人打交道。这就像一个大赌场，每个人都已经喝得酩酊大醉，如果你能坚持只喝可乐，那么你应该能赢钱。<sup>90</sup>

Gruntal&Co.经纪公司的马歇尔·温伯格提到有一次他在曼哈顿和巴菲特共进午餐：“他吃了一个特别的火腿乳酪三明治。几天后，我们再次外出就餐。他说，‘我们还是到上次那家餐厅吧’。我说，‘我们不是刚刚去过吗’？他说，‘正是因为刚刚去过，我们为什么还要冒险到其他地方去就餐呢？去上次的那家餐厅，我们就能知道自己要吃什么了’。”对此，温伯格说：“这就是巴菲特对待股票投资的态度。他只投资于那些获利机会高的股票，而它们总是不会令他失望。”<sup>91</sup>

人们（大概）宁愿希望通过买彩票实现一夜暴富，而不愿慢慢致富。<sup>92</sup>

在证券市场上进行博会使投资者陷入孤立无援的境地，也会对国民经济产生负面影响：

我们并不需要更多的人在这个国家的股票市场上用衍生金融工具进行投机，也不希望有经纪商怂恿人们这么做。我们需要的是投资者和顾问，他们关注某一公司的长期前景，进行相应投资。我们需要的是有着明智承诺的投资资本，而不是发挥杠杆作用的赌注。但是在资本市场上理智的投资行为并未得到促进，而是受到了抑制。因为在相同的竞技场上，并存着活跃的赌博行为，它们和投资行为使用类似的业内语言，甚至连提供服务的雇员都是同一批人。<sup>93</sup>

## 关注非同寻常的市场环境

当一些优秀的公司被一些非同寻常的外部环境所困扰而导致其股价被错估时，巨大的投资机会来临了。<sup>94</sup>

## 不要被市场环境所左右

只有经过大浪的考验，你才能知道谁真的可以在毫无保护的狀態下游泳。<sup>95</sup>

## 避免过度负债

巴菲特把负债称作“系在公司方向盘上的匕首，直指其要害”：

你某天会因为地面崎岖不平而受到伤害。<sup>96</sup>

芒格也提出了对于债务的看法：“我和巴菲特都不敢借钱来买股票。如果你以自己的股票为抵押获得借款来购买股票，虽然因股价下跌而亏损，从而无力偿还借款的可能性很小，但始终是存在的。因此，完美的做法是以一种不会受临时因素干扰的方式筹集资金。”<sup>97</sup>

巴菲特还说长期存在的美国贸易赤字是一项以国家资产做担保的、危险的应付债务：

当我们试图实现贸易收支平衡时，我们的财富成了施加于我们身上的诅咒。如果我们不像现在这么富裕，则商业活动会限制我们的贸易逆差。然而，由于我们富裕，我们能不断地用收益资产交换消费品。我们就像一个富有的农场主家族，每年都卖掉一部分田地，以这部分收入来维持一种无法依靠当前产出加以保障的、奢侈的生活方式，直到所有的田地都卖完。这个家族只注重享乐，而从不付出。最终，这个家族将从地主沦为佃农。<sup>98</sup>

巴菲特曾提出一个贸易收支问题的解决方案：建立一个按照出口商品价值发放进口许可证的系统，也就是说，要想把相同价值的商品输入美国，必须要获得相应的进口许可证。因此出口商可以把自己的许可证卖给进口商，这可能会演变为一个买卖或交换许可证的系统，确保进口和出口的价值总是相等。巴菲特在《华盛顿邮报》1987年的一期“社论对页版”<sup>[1]</sup>中提出了这一方案。也许因为这一建议可能会增加进口商品价格，减少美国对于外国商品的消费（从而达到控制超过我们生产能力的国民消费的目的），没有人愿意采纳巴菲特的计划。

<sup>[1]</sup> “社论对页版”，不代表报社立场的评论版。——译者注

## 寻找刺激的交易

曾经出版过有关巴菲特投资风格著作的一位作家描写了巴菲特如何衡量公司今天以及未来能产生的现金流，然后使用合理的贴现率对这些现金流进行贴现，求现值。巴菲特有没有可能仅仅在头脑中进行这些运算呢？的确有这样的可能，因为我们找不到任何相关的书面记录。

对此，芒格愤愤不平地说：“巴菲特总是提到这些贴现后的现金流，但我从未见他计算过。”

巴菲特的回答是：“我的确计算过。如果它（公司的价值）不能使你动心，那是因为价值太接近价格了。”<sup>99</sup>



## 在可能的情况下进行套利

如果把巴菲特的投资方式提炼到最简单的形式，他的投资活动可以归纳为三种主要类型：

（1）一般性投资：投资于那些被低估的、能提供令人满意的安全收益的绩优股。

（2）控股投资：伯克希尔-哈撒韦公司控股或完全拥有那些公司的股份。在某些情况下，巴菲特逐步地从一般性投资发展为完全拥有该公司的股份，例如他对原来的伯克希尔-哈撒韦公司和政府雇员保险公司的投资便是如此。

（3）套利或其他特殊投资：在公司合并、收购、重组、清盘、货币市场或商品市场失衡时会出现套利机会。

巴菲特在一次商业研讨会上说：“因为今晚我母亲不在场，我才会向你们承认我曾经从事套利交易。”<sup>100</sup> 巴菲特早年在格雷厄姆-纽曼公司工作时学会了套利交易。如果纯粹从形式上说，套利就是在一个市场低价买进，然后在另一个市场高价卖出。当一家公司宣布以高于市场报价的价格收购另一家公司时，巴菲特会进行套利交易：

我们密切关注任何与套利交易有关的消息，包括它们发布的信息，我们认为该公司的价值应为多少以及我们应支付多少，我们多久才能实现收益，我们还试图计算这一收购成功的可能性，这些就是我所考虑的东西。所涉及的究竟是哪一家公司对我而言并不重要。<sup>101</sup>

1998年年初，巴菲特宣布伯克希尔-哈撒韦已经持有1.297亿盎司<sup>[1]</sup>白银，占世界已开采总量的30%。巴菲特从1997年7月25日开始买进白银，那一天银期货合约的价格为4.32美元/盎司，是650年以来的最低价。买进这些白银花了伯克希尔-哈撒韦6.5亿美元，但到1998年2月他公开伯克希尔-哈撒韦的白银采购交易的那天为止，他的这一投资已经增值到8.5亿美元。

这是自从亨特兄弟<sup>[2]</sup>1980年试图操纵白银市场以来最大规模的单一白银头寸。虽然，巴菲特所持有的白银头寸规模大得惊人，但仅仅占伯克希尔-哈撒韦资本的2%左右。

巴菲特最早开始对白银产生兴趣，要追溯到20世纪60年代，当时传闻

美国政府可能会用这种金属铸造钱币。尽管那次事件后他并没有买进白银，但始终密切关注白银市场的动态。由于使用者的需求超过了开采能力，以及政府的回收，导致银条库存急剧减少时，巴菲特和芒格认为市场均衡终将在某一时点恢复，价格将上涨。

均衡如期而至，但均衡的实现经历了一段相当长的时间。为此，在2000年年会上，芒格向股东解释道：“市场的反应过于迟钝。”然而，银价终于开始缓慢上涨，2005年达到8.83美元/盎司，2007年2月涨到13.73美元/盎司。在9年里，巴菲特所拥有的白银的价值翻了3番，达到将近13亿美元。

[1] 1盎司=28.3495克。

[2] 20世纪70年代，亨特兄弟及几个富有的阿拉伯人合资买入2亿盎司白银，相当于当时全世界可以交货的供应量的50%。——译者注

## 要有耐心

在投资中，不会出现类似于棒球比赛中打击手未挥棒却被主审判定为好球这样的好事，即主审认为你可以站在那儿一动不动，而投手恰好会把球投到正中。但在投资中，如果通用汽车合适的买进价位是47美元，而由于你对该公司了解不足，没有在这个价位买进，便错失了投资良机，没有人会判定这是一个“好球”。你唯一能获得“好球”的机会就是不断地挥棒、不断地失误。 102

巴菲特在另一个场合中说道：

当球还在投手的手套中时，我绝不会挥棒。 103

当机会出现时，你应该有所作为。当我有很多想法时，我的人生便处于活跃期，当然我也曾经在很长的一段时间里想法枯竭，那时，我的人生便处于休眠期。如果下周我能想出一个点子的话，我会付诸行动。如果没有想法，那我绝不会贸然行事。 104

即使邮件延误了3个星期，你应该也能进行完美的投资。 105

## 独立思考

芒格说来自奥马哈的巴菲特富有最初拓荒者身上那种独立自主的精神：“巴菲特相信，成功的投资从本质上来说，应该是一次独立的投资。”  
106

巴菲特对于经纪商的推荐会给予多大的关注呢？

绝不要问理发师你是否需要理发。 107

至于股市预测，巴菲特的态度是这样的：

预测通常更多地告诉我们关于预测者的想法而不是真实的未来。 108

总是有许多人想让巴菲特为他们的计划投资。对于大多数人，他说：

如果是用你们的钱为我的想法投资，我们一定会合作愉快。 109

虽然芒格有时会和巴菲特意见相左，但他们还是组成了一个决策二人组：

我对于团队决策的看法是：以人为镜。 110

如果联邦储备委员会的前主席艾伦·格林斯潘私底下对我说未来两年里他的货币政策将会是怎样的，即便如此，也不会改变我所要做的事情。 111

他还强调尤其不能相信计算机：

设计出来的工具越多，投资者就必须变得越精明。 112

你必须学会自己思考。令我惊讶的是高智商的人总是倾向于盲目地听从别人的意见，而我从未从和别人的交谈中获得好的投资想法。 113

## 拥有合适的工具

巴菲特对于个人投资者的建议是：

你必须了解公司的运作和会计语言，拥有对这一投资项目的极大热情和易冲动的特性，这些因素也许比智商更重要。因为这一切使你能独立地思考，避免那些不时会感染整个投资市场的各种歇斯底里的情绪对你产生干扰。<sup>114</sup>

巴菲特认为掌握会计基础知识是一种自我保护的手段：

如果经理想让你了解公司所发生的一切的话，他们完全可以按照会计准则的要求为你提供会计信息。但不幸的是如果他们想要敷衍你的话，至少对于某些行业来说，他们完全可以在不违背会计准则的前提下做到这一点。如果你无法意识到这两者之间的区别，你就不应该涉足证券投资业。

<sup>115</sup>

## 警惕华尔街

华尔街是唯一一个令那些开着劳斯莱斯的人趋之若鹜，去向那些坐地铁的人请教的地方。<sup>116</sup>

其他领域的全职专业人士，比如说牙医，能为外行人带来很多好处。但总的来说，人们不能从专业的理财顾问那里获得什么好处。<sup>117</sup>

华尔街喜欢把疯狂的金钱游戏的扩大描述为综合的、符合社会道德标准的行为，认为这有助于整体经济的调整。但事实却正好相反：短期交易行为就像无形的脚，不时会把经济踢得偏离了正常轨道。<sup>118</sup>

期权交易者为首当其冲受到谴责的对象：

我常常想象，如果一艘载着25名经纪人的船沉没了，他们奋力游到了一座没有任何人会来援救他们的小岛。我想，为了发展能使他们的消费和享受实现最大化的经济，他们会不会让其中的20人生产食物、衣物和房屋等，而让另外5人不断地对这20人的产出做期权交易呢？<sup>119</sup>

对于在华尔街工作的许多人来说，公司和股票都不过是他们所从事交易的原材料。<sup>120</sup>

芒格说自己同意凯恩斯认为投资经理是一个“低级职业”的观点：

我和巴菲特与凯恩斯在实际经营公司以及资本配置方面有一点不同。凯恩斯通过为他所在的大学赚钱、为国家服务来“赎罪”；我通过参加一些公益活动来“赎罪”；巴菲特则用他的成功投资为人们提供指引来“赎罪”。我们喜欢为那些从很久以前，当我们还很年轻、没有什么钱时就相信我们的人赚钱。<sup>121</sup>

## 只买你了解的股票

投资必须是理智的，如果你不了解这只股票，就不要和它打交道。 122

当被问及如何使用衍生金融工具作为投资利器时，巴菲特说衍生金融工具的风险是双倍的，因为很少有投资者能很好地了解衍生金融工具，而这些衍生金融工具是能发挥杠杆作用的：

如果你把无知和负债结合在一起，那后果将是非常刺激的。 123

我希望能解释自己的错误，这意味着我只做自己完全了解的事情。 124

巴菲特有几年曾因外汇投资而获得非常高的利润。这些利润来自一种衍生金融工具——远期合约：

你也许会问，我是否要和这些潜在危害极大的东西打交道呢？答案在于这些衍生金融工具和股票、债券一样，有时普遍存在着错误定价。 125

巴菲特说这些年来他很少投资衍生金融工具，但一旦进行投资，通常金额巨大，因此他会亲自管理这些错综复杂的投资。到目前为止，衍生金融工具投资已经为公司带来了数亿美元的税前利润。

伯克希尔-哈撒韦公司拥有通用食品公司400万股股票，当1985年10月该公司被卖给菲利普·莫里斯公司（Philip Morris Co.）时，伯克希尔-哈撒韦公司获得了3.32亿美元的利润。通用食品公司拥有一些家喻户晓的品牌，如Tang、Jell-O和Kool-Aid。巴菲特开玩笑说：

我非常了解Kool-Aid。

## 老将叱咤新兴市场

股市是由股票组成的，因此对股票的投资就是对市场的投资。然而，在这方面，巴菲特的观点发生了改变，他曾经说过：

理解养育你的文化的独特性和复杂性已经很困难了，更何况别人的文化了。而且不管怎么说，我们的大部分股东都必须用美元来支付账单。<sup>126</sup>

而且，美国的证券市场非常大：

如果我不能在一个规模为5万亿美元的市场中赚到钱的话，那么认为只要跑到几千公里之外的地方投资就一定能赚到钱，仅仅只是美好的愿望。我必须立足于国内市场，全力以赴。<sup>127</sup>

但渐渐地，巴菲特软化了他对于国外投资的态度。部分原因在于美国国内吸引人的投资对象变得稀缺，但这还与他对于美国贸易失衡及其最终会对美元产生负面影响的担忧有关。

2002年巴菲特买进了价值110亿美元的美元兑其他货币的期货合约，这些合约为他带来了总额高达22亿美元的利润。然而由于长期外汇合约的会计准则的规定，每一季度的收益都受到不同程度的曲解，于是巴菲特开始减持其中一些外汇头寸，并通过买进以各种外币计价的证券来获得以外币计价的巨额利润，以此抵补由于减持外汇期货合约而引起的损失。到2006年，他已经退出了外汇市场，因为利润的差异性已经消失。

2002年访问英国时，巴菲特告诉《星期日电讯报》的记者，他正打算在这个国家做一笔“大买卖”：

我们在寻找大的猎物.....我们已经拥有合适的工具，严阵以待。<sup>128</sup>

巴菲特在英国的“大手笔”投资对象包括英国酒业巨头联合道麦克公司（Allied Domecq PLC）、约克郡电力公司（Yorkshire Electricity）和连锁超市乐购（Tesco）。他还收购了韩国浦项钢铁公司4%的股份，并抢先收购了7家以色列的高科技公司。

在2006年年会上，巴菲特说如果能让他从头再来一次的话，他会一开始就在全球范围内进行投资。



## 中国石油公司

按照市值衡量，中国石油公司是世界第四大石油公司，排在皇家荷兰壳牌集团之后。伯克希尔-哈撒韦公司持有23亿股中国石油公司的股票，占该公司外国股权的1.3%。巴菲特为此支付

了4.88亿美元，在2006年年底，他的这些投资增值到33亿美元。

参股中国石油促使巴菲特在伯克希尔-哈撒韦公司网站上发表声明。因为激进分子宣称中国石油公司在苏丹有大量石油投资，这些投资收入为该政府提供了支持。为此，他们敦促巴菲特抛售中国石油公司的股票。

在网站声明中，巴菲特指出他并没有亲眼看到任何中国石油公司在苏丹开展业务的证据，即使中国政府对苏丹进行援助，但这并不意味着中国石油公司在苏丹开展业务。

我们不能把中国政府的行为看作中国石油公司或者其他诸如中国移动、中国人寿、中国电信之类的大型中国国有公司的行为。因为子公司没有能力控制母公司的政策。<sup>129</sup>

巴菲特不断警告抗议者要小心他们的行为所造成的无意识的后果。如果中国政府要全盘出售其在苏丹的投资，那么它肯定不得不以非常低的价格出售，而最有可能的买家就是苏丹政府。

通过这样的交易，随着其石油收入的显著增加，苏丹政府的财政状况将会有所好转。由于石油是一种交易商品，苏丹的石油将在世界市场上出售。正如伊拉克的石油销售被萨达姆·侯赛因政权控制，以及如今伊朗石油销售被政府垄断一样，苏丹的石油贸易最大的受益者是苏丹政府。那些主张剥夺中国政府在苏丹的投资的支持者应该扪心自问一个经济学中最重要的问题：“那接下来会发生什么呢？”<sup>130</sup>

## 能力的拓展

接下来这段话是关于你应该如何拓展自己的能力：

把你了解的公司都先圈起来，然后把那些不能达到价值底线、缺乏良好管理以及在低潮时不能实现有限风险管理的公司去掉。<sup>131</sup>

紧接着，他说：

我一次只投资于一个行业，但我能从中获得一些其他方面的专长。我不会对任何与行业有关的传统智慧望而却步，我会试图弄明白这一切。

如果我正密切关注一家保险公司或造纸公司，我会陷入这样的思维框框无法自拔：我会假设自己刚刚继承了这家公司，而这将成为我们家族拥有的唯一资产。

我该对此做些什么呢？我应考虑些什么？我应担心些什么？谁是我的竞争对手？谁是我的顾客？我应该走出去和他们交谈，找出这一公司和其他公司相比所具有的强项和弱势。

如果你能做到这一点，你可能会比公司的管理层更了解这家公司。<sup>132</sup>

你知道，那些说自己能根据价值线正确判断所有股票价值，以及正确评价董事会的人，一定是对于自己的能力过于自信，因为这一切并不是那么简单的。但是如果你在一些行业上多加关注的话，你会学到许多与估值有关的知识。<sup>133</sup>

若局限于自己的能力范围，则巴菲特可能会仅仅因为不具备评估公司价值的技能或知识便错失投资良机：

我错过了在细胞学领域投资的机会，因为细胞学超出了我的能力范围。<sup>134</sup>

能力范围终生都发挥作用。1995年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了政府雇员保险公司49%的股份，但仍未真正拥有该公司。当巴菲特发现他的教授格雷厄姆是该公司的主席时，他开始对这家公司感兴趣：

如果我现在只有20岁，我会把自己超过一半的净资产都投资到政府雇

员保险公司。 135

当被问及为什么要投资于保险业这一声名狼藉、如坐过山车般大起大落的行业时，巴菲特说：

有时候保险业是一个不错的行业，但这种情况不是经常出现，有时候它又是一个可怕的行业。 136

巴菲特认为这取决于如何管理风险：

如果保险金足够高的话，我愿意签下人身保险合同，然后去涉险。 137  
[1]

巴菲特曾经说过：

我们一贯的投资原则仍然适用于科技股投资，但我们不了解科技股。如果在来年我们将会亏损，我们希望自己能挺身而出，解释清楚我们是如何亏掉你的钱的。我相信比尔·盖茨也会这么做。但他了解科技股，就像我了解可口可乐或吉列那样。我敢肯定他在寻找安全收益，我还确信他会像拥有一家公司而非一只股票那样逐渐实现安全收益。因此我们的原则适用于任何科技股，但问题在于我们并不了解科技股。如果我们在自己的能力范围内找不到可做的事情，就不要急着去拓展业务，而是应该静静等待。  
138

芒格对于这一问题有自己独到的见解：“关于能力范围有三种可能性——在能力范围之内、超越能力范围和过于严格的能力范围。其中第三种可能性最大。” 139

也许由于与比尔·盖茨之间日益深厚的友谊和日益频繁的交流，巴菲特开始涉足高科技领域（盖茨于2005年加入伯克希尔-哈撒韦公司董事会）。1999年，巴菲特收购了大湖化学公司6.8%的股份和TCA有线电视8.1%的股份。2002年巴菲特向Level 3通信公司投资了5亿美元，该公司运营能传输声音和数据通信的全国高速网络。巴菲特之所以对Level 3通信公司有信心，是因为该公司是由总部设在奥马哈的彼得·基维父子公司旗下的一家子公司创建的，而且巴菲特的朋友小沃特·施洛斯（伯克希尔-哈撒韦公司董事会成员）出任该公司主席：

有时你的投资会超越你的核心能力，Level 3通信公司就是很好的例子。但我是在人上面下赌注，因为我觉得自己理解这些人。同时这也是他

们在我身上下注的时候。 140

巴菲特不断拓展自己的能力，收购了Nextel公司的债务和优先股，收购了TTI——一家私营负极互联电磁组件的主要经销商。总部设在得克萨斯州沃思堡市的TTI是世界上第七大电磁组件经销商。

[1] 众所周知，巴菲特在保险业处于风雨飘摇时对该行业进行投资，当时收到的保费还不足以支付保险偿付。

## 养成阅读的习惯

巴菲特如何决定公司的价值呢？他通过阅读大量的资料来决定公司的价值。

我阅读我所关注的这些公司的年度信件，还阅读其竞争对手的年度信件，这也是非常重要的信息来源。<sup>141</sup>

当他第一次开始对政府雇员保险公司感兴趣时，巴菲特正是这么做的：

我读了大量资料。我终日泡在图书馆里.....我从行业内最好的几家公司着手（根据保险业服务评级），关注这一行业的许多公司，阅读与这些公司有关的书籍，阅读公司年度信件，尽可能多地与保险从业人员和公司的管理层交谈。<sup>142</sup>

芒格也认为阅读是非常关键的：“在一生之中，我所认识的有智慧的人都爱读书。你会对巴菲特所读书籍的海量感到惊讶.....我的孩子们可能会认为我是一本长着两条腿的书。”<sup>143</sup>

巴菲特说，不要因为自己不了解所有的事情而自责：

要写出一条（会计）脚注来解释清楚人寿保险的递延收购成本，或达成其他你想做的事情并非不可能。但如果你能写出来你就应该能理解，如果你写出来的东西自己都无法理解的话，我会怀疑你的专业素养。如果我无法理解公司财务报表的脚注的话，我不会对该公司进行投资，因为我知道他们不想让我了解该公司。<sup>144</sup>

## 像记者那样刨根问底

因“水门事件”而声名鹊起的《华盛顿邮报》记者鲍勃·伍德沃德（Bob Woodward）曾经问巴菲特他是如何分析股票的，对此巴菲特说：

投资就像写报道。我让他想象自己被分配去写一篇关于《华盛顿邮报》的、有深度的文章。他会问许多问题，挖掘许多素材。通过这一过程，他会更了解《华盛顿邮报》，发现《华盛顿邮报》也不过如此而已。

145

巴菲特的研究有时令人觉得匪夷所思，他曾经坐在奥马哈当地非常受欢迎的一家牛排馆Ross's的收银员的后面，数有多少顾客使用美国运通卡结账。<sup>146</sup>有时，他的研究甚至看起来不像研究：

我记得有一次我在下午两点，拎着公文包去位于第45号大街的百老汇的一家剧院看《欢乐满人间》。我走到检票的那个女人跟前说：“我的孩子跑到里面去了。”她就让我进去了。我打算看看在这样的混乱管理下，这部电影是否能在这家剧院一直放映。<sup>147</sup>

## 让投资变得简单

当一位朋友建议巴菲特投资房地产时，巴菲特回答道：

既然股票投资如此简单，我为什么还要投资于房地产呢？<sup>148</sup>

（价值投资的）理念看起来似乎很简单也很普通。它就像一个愚蠢的人去上学，却获得了经济学的博士学位。它还有一点像在神学院读了8年书，不断地有人告诉你十诫就是你人生的全部。<sup>149</sup>

当被问及他和芒格如何对所收购的公司进行“审慎调查”时，巴菲特说：

如果你不得不进行太多的调查，那就意味着这家公司肯定存在问题。<sup>150</sup>

芒格说他们曾在一次收购中索要该公司员工的档案，结果令他们大吃一惊：“我们发现该公司没有任何员工档案，事实上，该公司没有任何员工。”<sup>151</sup>

1986年，伯克希尔-哈撒韦公司在报纸上发布了一则广告，寻找有意出售的公司。广告的内容是这样的：

我们不会雇用任何人来完成收购，我们不需要和顾问、投资银行、商业银行等讨论贵公司。您只需要和我以及伯克希尔-哈撒韦公司的副主席芒格打交道。<sup>152</sup>

投资要做的就是恰当的时机买进好的股票，然后只要公司运行良好，就一直持有它们。<sup>153</sup>

在商学院演讲时，我总是说如果当他们（学生）离开学校时，每个人都拿到一张可以打20个孔的票，每一次当他们做出投资决策时，就用掉了一个孔。如果你总是试图把它们留给最好的投资决策，你永远不会用完全部的20个孔。如果他们能慎重对待投资的话，他们应该能做得更好。<sup>154</sup>  
（注：《福布斯》杂志的专栏作家马克·赫尔伯特通过计算发现，如果你把巴菲特表现最好的15次投资从他的众多投资中抹去的话，他的长期业绩平淡无奇。<sup>155</sup>）

关于巴菲特的“简单投资”理论，芒格说：“如果你相信巴菲特所说的一切，你就可以在几个星期内教授全部的（证券投资）课程。”<sup>156</sup>



## 深入思考

几年前，在一次伯克希尔-哈撒韦公司年会开始时，巴菲特轻拍麦克风看它是否已经打开：

这是测试.....100万.....200万.....300万。 157

当我经营合伙投资公司时，我回顾了自己所有较大规模的投资和较小规模的投资，发现较大规模的投资的收益总是高于较小规模的投资的收益。因为在做出较大规模的投资决策时要接受审查、经受批评、掌握相关知识，应该是非常慎重的，而我们在做出较小规模的投资决策时往往会心血来潮。正如某人所说：“由于我前两天晚上在舞会上听说了这只股票，就买了几百股。”事实上，人们总是倾向于认为做出小规模的投资决策通常不需要非常好的理由。 158

我不能同时投资于50只或75只股票，那是诺亚方舟式的投资方式——你的投资以组建一座动物园而告终。我喜欢把相当数量的钱投资于少数几只股票上。 159

尽管巴菲特说小公司能提供超常的增长，但相对于伯克希尔-哈撒韦公司的规模来说，小公司的股票并不适合长期持有：

我们在寻找波音747，而不是模型飞机。 160

我就像棒球教练，走在大街上，物色身高7英尺的运动苗子。如果一些年轻人走过来对我说：“我身高只有五六英尺，但您应该看看我打球再下结论。”我对他们没有兴趣。 161

但究竟是投资于大公司还是小公司，归根结底取决于业绩：

我宁愿拥有一家市值1000万美元、收益率15%的公司，也不愿意拥有一家市值1亿美元、收益率仅为5%的公司。 162

## 知道你寻找的是什么

伯克希尔-哈撒韦公司在《华尔街日报》上刊登的关于寻找收购对象的广告为价值投资者制定了一张具有实际意义的清单。

正如这则广告所说的那样：“以下就是我们所寻求的收购对象的标准：”<sup>163</sup>

（1）大型采购商（税后利润至少达到1000万美元，越多越好）。<sup>[1]</sup>

（2）已经得到证实的持续收益能力（我们对于未来收益和突然好转的状况不感兴趣）。

（3）公司几乎没有什么债务，权益资本获得很好的回报。

（4）管理层各司其职（我们无法取而代之）。<sup>[2]</sup>

（5）业务简单（我们不了解太多技术）。

（6）卖出报价（我们不想在一个价格未知的交易上，浪费自己或卖家的时间来讨论出价这类最基础的事情）。<sup>[3]</sup>

每年在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，巴菲特会公布一张类似的列表，上面是他可能会感兴趣的公司应该具备的显著特点。但有时候这张列表会被搁置一边，对此，他说：

这和挑选妻子有许多相似之处。你会深思熟虑地列出你希望她能拥有的一些特质，但你突然遇上某人之后陷入爱河，便和她结婚了，所有的那些特质都被抛之脑后了。<sup>164</sup>

<sup>[1]</sup> 个人投资者可以忽略这一条。我们列出这一条是因为小型采购商对伯克希尔-哈撒韦公司的业绩不会产生什么影响。事实上个人投资者可以从较小规模的投资中获利，这反而是一种优势，因为它为投资者提供了更为广泛的可供选择的股票范围。

<sup>[2]</sup> 这是对于优秀管理层的一种比较婉转的表达方式。

<sup>[3]</sup> 对于小投资者来说，非常幸运的是“市场先生”每天都会给出报价。

## 不要为数学绞尽脑汁

巴菲特说因为他没有系统地学过微积分，所以才不得不同意那些认为较高数学技能对于成功投资是必备条件的人的观点：

如果微积分是投资所必需的，那我只好回去派送报纸了。在这么多年的投资生涯中，我从未认为数学是必需的工具。从本质上来说，我所做的工作就是试图计算出公司的价值，为此，我不得不用发行在外的股数来相除，因此除法运算是必须要掌握的。如果你打算购买一座农场或一幢公寓楼，或开一家干洗店的话，我真的认为没有必要雇用专业人士来做这些简单的代数运算。你所做的购买决策是否正确将取决于公司未来的收益能力，你要把这一因素和公司给你的报价结合起来综合考虑。 <sup>165</sup>

你需要拜读格雷厄姆和菲利普·费雪的著作，阅读公司年度信件，但不要计算他们的书中以及年度信件中出现的公式。 <sup>166</sup>

如果比较高深的数学在选股时并不重要，那么为什么学术杂志和专业杂志中都充斥着数量分析呢？巴菲特是这样回答的：

他们做的是传教士的工作。试想如果没有人为你垫底，你如何能攀到顶峰？ <sup>167</sup>

巴菲特并非一开始就形成了“数学无用论”的投资哲学，他是在尝试了所有数学技巧后，才得出这样的观点的。

过去，我做图形分析每一只股票，而且认为数学技能用得越多越好。 <sup>168</sup>

十几岁时，巴菲特对数学技巧很着迷。这种兴趣促使他在17岁时发表了生平第一篇文章：

当时《巴伦周刊》上有则征稿启事，面向读者征集关于读者是如何使用他们所提供的统计资料的文章的，他们将选择刊登其中的一篇，并支付5美元稿费。我写了一篇关于自己如何运用零股指标的文章，有幸得到录用，获得了5美元稿费。这5美元是我唯一通过运用统计方法赚到的钱。 <sup>169</sup>

## 崇尚节俭

当我读到一些文章说一些公司开展了削减成本计划时，我便知道这些公司并不真正理解什么是成本。因为在这一方面，一时的激情是不会奏效的。真正优秀的经理不会在早晨一觉醒来后说：“今天我打算削减成本。”就像他不会一觉醒来后决定进行呼吸一样。 170

伯克希尔-哈撒韦公司拥有总部设在旧金山的富国银行7%的股份。芒格得到消息说富国银行的CEO卡尔·赖卡特（Carl Reichardt）发现公司一名主管想要为办公室买一棵圣诞树，赖卡特要求他用自己的钱来买圣诞树。

芒格说：“当我们听到这则消息时，我们买进更多该公司的股票。” 171

如今伯克希尔-哈撒韦公司拥有富国银行13.66%的股份。

巴菲特认为节俭应从自身做起。在1996年伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，他开玩笑说：

你们的董事去年一共瘦了100磅，因为他们必须节衣缩食地依靠遭到削减的董事薪金过日子。 172

巴菲特为艾伦·格林伯格的书《董事长备忘录》（Memos from the Chairman）作序，在序言中他提到一位备受争议的人物——Haimchinkel Malintz Anaynikal——力劝贝尔斯通的员工不要浪费资源，巴菲特写道：

Haimchinkel和我属于同一类型的人——精明、固执己见。我真希望我能在人生的较早阶段（愚蠢的青年时代）遇到他，我过去习惯丢弃回形针。但现在遇见他也不算太晚，我如今忠实地遵循并大力宣传他的原则。 173

追求品质和节俭并不冲突，正如巴菲特在谈论ABC的节目时提到的那样：

有趣的是，较好的节目并不比低俗的节目使你花费更多的钱。 174

削减体育节目转播的预算也不会影响体育赛事的质量：

我猜如果我们为获得橄榄球比赛转播权所支付的钱减少20%的话，比

赛的质量应该不会受到影响，而仅仅意味着运动员可能会少赚一些钱。20世纪初棒球界的传奇人物泰·柯布（Ty Cobb）年薪2万美元，如果体育节目的转播费减少20%的话，这减少的部分最终将由运动员来承担。<sup>175</sup>

巴菲特还把节俭的美德运用到个人理财中。1993年时，他曾和大都会/ABC的前主席托马斯·墨菲在ABC电视台的肥皂剧《我的孩子们》中与肥皂剧女王苏珊·露西一起客串角色。巴菲特和墨菲各拿到了300美元的演出酬劳。

当拿到支票时，墨菲说：“我打算给支票装个框挂起来。”巴菲特则说：“我打算给支票的存根装个框挂起来。”<sup>176</sup>

## 树立切合实际的目标

巴菲特说每年15%的增长率是一个切实可行的目标，尽管对他来说，并不是总能轻而易举地实现这一目标：

如果我们想要获得15%的增长率，（每年）必须创造4亿美元的税前利润，或者3亿美元的净利润，这意味着我们每天大约要赚100万美元，而这恰恰是我今天在这里的花费。<sup>177 [1]</sup>

[1] 事实上，他总是能实现这一目标。1963 ~ 2005年，伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值以平均21.5%的年增长率一直在增长。然而，伯克希尔-哈撒韦公司庞大的规模成为实现这一目标的阻力。自从2000年以来，巴菲特有一年只实现了15%多一点的增长。

## 面对现实

不要太在意你所持有的股票的表现，因为毕竟：

股票并不知道你拥有它。 <sup>178</sup>

他对自己在娱乐、休闲产业上的兴趣有很好的解释：

和教育产业相比，娱乐产业能为你创造更多利润。 <sup>179 [1]</sup>

但巴菲特说，有时黄金也无法带来任何经济产出：

我们在非洲某地挖出了黄金，把它熔化，然后挖了另一个洞再把它埋起来，为此，我们还必须付钱请人在四周警戒。这些黄金没有任何经济效用，这种行为令人百思不得其解。 <sup>180</sup>

当有人在伯克希尔-哈撒韦公司年会上问巴菲特为什么不拆分伯克希尔-哈撒韦公司价格如此高的股票时，人们不耐烦地窃窃私语：比萨故事又来了。

巴菲特说这个问题使他想起了有一次，一位同桌用餐的人让厨师把比萨分成4块而不是8块，因为他觉得自己“可能吃不下8块比萨”。 <sup>181</sup>

### 他们听不进他的话

每年，在伯克希尔-哈撒韦公司的年度信件以及年会上，巴菲特都会提醒投资者不要期望伯克希尔-哈撒韦公司的业绩能保持以前的增长速度：

**1985年：**巴菲特在年会上对投资者说：“我能肯定我们不可能做得像过去一样好。但我认为我们可能会好于美国产业的整体水平。” <sup>182</sup>

1984年，伯克希尔-哈撒韦公司实现了13.6%的增长率，与过去20年22%的年平均增长率相比处于低谷。1986年，伯克希尔-哈撒韦公司刷新了纪录，增长率高达48.2%。

**1992年：**芒格对《商业周刊》杂志说：“在某一些特定的时候，过于庞大的规模是一个负累，会把你拖垮。对于这一点，我们一直都很清楚。” <sup>183</sup> 然而伯克希尔-哈撒韦公司的股价在1992年仍然上涨了20.3%。



**1995年：**在伯克希尔-哈撒韦公司年会上，巴菲特再次提醒投资者：“伯克希尔-哈撒韦公司过去的业绩并不能必然代表它未来的业绩。”对此，他解释道：“丰厚的家底是出众业绩的敌人，因此，我们不必按照相同的速度使自己变得越来越富有。”<sup>184</sup>

**1995 ~ 2005年：**在此期间，巴菲特的预言再次成真——伯克希尔-哈撒韦公司每股账面价值仅增长了6.96%，与自巴菲特掌管公司以来，1964 ~ 2005年21.5%的年平均增长率相比，有显著的下降。尽管如此，伯克希尔-哈撒韦公司的表现仍然要远远好于标准普尔500指数。1999 ~ 2005年，标准普尔500指数每股账面价值仅增长了3.2%。标准普尔500指数的每股账面价值是税前数字，而伯克希尔-哈撒韦公司的每股账面价值是税后数字，这意味着伯克希尔-哈撒韦公司的业绩要比标准普尔500指数好得多。

**2007年：**1996年，伯克希尔-哈撒韦公司的A股成交价高达38000美元/股。1996年年中时，股价跌至32000美元/股。到2007年春季为止，伯克希尔-哈撒韦公司的A股成交价更是高达108000美元/股。

**[1]** 伯克希尔-哈撒韦公司出版的《世界大百科全书》很难为公司带来与巴菲特投资迪士尼公司所获得的相同的、如恒星般稳定不变的投资回报。



## 期待改变

无法永远延续的任何事情最终都会结束。 <sup>185</sup>

当被问及他是如何看待美国公司缩小规模的这股浪潮时，巴菲特指出美国公司总是说得多，做得少。改变是无法避免的，但是：

如果发明了拖拉机的话，那么马的存在就没有什么意义了；或者如果有了汽车的话，铁匠的存在也就没有意义了。 <sup>186</sup>

换一个角度来看这个问题，芒格说：“要我说出一个由于缩小规模而破产的公司，我说不出来，但如果要我说出一个由于规模膨胀而破产的公司，则不胜枚举。” <sup>187</sup>

巴菲特承认有时从相反的方向看问题是明智之举：

这（从相反方向看问题）就像唱着乡村西部歌曲追忆过去。通过这种方式，你能拿回你的房子、汽车，甚至追回你的妻子。 <sup>188</sup>

然而，巴菲特和芒格喜欢投资那些改变较少或至少改变保持在可控范围内的产业。巴菲特说：

以口香糖为例，人们今天嚼口香糖的方式和20年前的方式是相同的。没有人能在这方面想出新的技巧。 <sup>189</sup>

## 能应对改变

当被问及他为什么摒弃一些价值投资准则时，巴菲特回答道：

由于我们运作较多的钱，不可能在各种情况下兼顾各种次级营运资本，因此我们更多关注的是：哪些是能在未来产生稳定的、不断增长的现金流的营运资本。如果你只运营较少的钱，就完全不必那么费劲了。例如，我们（格雷厄姆-纽曼公司）过去有一份只有一页纸的表格，你可以把所有与公司有关的数字记在这张表上，如果这张表上的数字符合账面价值标准、营运资本标准以及收益标准的话，就买进该公司的股票，一切就是这么简单。<sup>190</sup>

巴菲特并不是突然摒弃格雷厄姆及其合著者戴维·多德的教诲的：

我的思想是逐渐发生改变的，我并不是突然从猿变成人或从人变成猿的。<sup>191</sup>

### “婴儿期”的伯克希尔-哈撒韦公司股票

20世纪90年代，伯克希尔-哈撒韦公司的股价借助牛市的“东风”不断上涨，最终在1996年3月达到38000美元的最高位（而在1989年年中时，伯克希尔-哈撒韦公司股票的成交价仅为8550美元）。虽然股价实现了如此辉煌的攀升，巴菲特仍然坚持拒绝拆分股份，这一举措会有利于吸引新的投资者买入伯克希尔-哈撒韦公司的股票，也有利于现有投资者能更为容易地抛售伯克希尔-哈撒韦公司的股票。但他说，他不想伯克希尔-哈撒韦公司成为投机者的目标，为此他能想出的最有效的威慑手段就是居高不下的股价。巴菲特有时在生日卡上会写上这样的祝福：“祝您能活到伯克希尔-哈撒韦公司拆分股票的那一天。”

巴菲特一直以来都信守自己的诺言，但在1996年伯克希尔-哈撒韦公司股价处于巅峰状态的那几个星期里，外界压力迫使他做出了相当于拆分股份的决定。那年春天，巴菲特宣布伯克希尔-哈撒韦公司将发行B股，或称为次级普通股。新股票的发行价是原有A股股价的1/30。B股之所以称为次级普通股，是由于B股股东没有投票权并且没有资格参与伯克希尔-哈撒韦公司当时执行的慈善捐赠计划。事实上，投票权并不重要，因为巴菲特和芒格持有的股份足以超过其他所有股东股份的总和。事实上，谁又会和巴菲特、芒格对着干呢？

A股股东由此获得的好处是每一股A股任何时候都能转换成30股B股，不管这两种股票的股价如何。然而即使B股股东持有30股B股，B股也不允许转换成A股。

正如巴菲特所预期的那样，这两种股票之间的套利交易会促使A股和B股股价处于1:30的均衡状态：如果B股股价高于A股股价的1/30，则某人——也许是纽约证券交易所的交易员或巴菲特本人——会买进A股然后把它转换成B股，这一交易会促使B股价格回落；如果B股股价低于A股股价的1/30，投资者会购买B股而不是A股，需求会促使B股股价上升。

促使巴菲特更改计划的原因是一些投资公司创建了完全由伯克希尔-哈撒韦公司股票组成的信托基金。投资者只要花1000美元，支付年费再加上5%申购费用，就可以认购代表伯克希尔-哈撒韦公司股票一小部分的基金单位。投资者可以持有这些10年期的基金直至到期日，也可以在纽约证券交易所进行交易，与其他证券没有任何区别。这一信托基金主要针对的就是那些希望能与伯克希尔-哈撒韦公司的早期投资者一起分享其非凡增长所带来的收益的小投资者。

在巴菲特看来，投机就是投机，即使它曾一度销声匿迹过：“我们并不希望人们买我们的股票仅仅是因为他们认为这是一只热门的股票，在一年之内股价就会飙升。”<sup>192</sup>

他更为明确地指出：“有一些人据此认为，它（伯克希尔-哈撒韦公司股价再次出现显著增长）会再次出现，但从数学的角度来看，这是不可能的。”巴菲特说：“我们并不想有意识地吸引那些心怀此类希望的人。”<sup>193</sup>

批评家说巴菲特喜欢控制一切的本性使他做出上述决定，但另一些人却认为他只是坚持自己一贯的主张。巴菲特总是说他想要专一的股东，他说：“我们开始考虑如何去吸引我们能争取到的忠诚度最高的股东。”<sup>194</sup>

在写给发行此类信托基金的、位于宾夕法尼亚州巴拉·辛怀的五西格玛投资合伙公司的信中，芒格写道：“你们的基金会诱使小投资者进行并不适合他们的投资。毫无疑问，他们中的绝大多数人会因挫败而感到失望，觉得受到了侮辱。”

芒格补充说：“伯克希尔-哈撒韦公司现在的股价是有风险的，因为自从1992年以来，上升的幅度实在太大了，已经远远超出了股票的内在价值。如果有朋友或家庭成员问巴菲特是否应以当前的市价买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票，他肯定会回答：‘不要买进。’”<sup>195</sup> 芒格说巴菲特害怕基

金公司积极的促销手段对于伯克希尔-哈撒韦公司的股价来说，其作用不亚于“火上浇油”。当迹象表明五西格玛不会收手时，巴菲特和这些基金公司之间的“战争”爆发了。巴菲特宣布发行B股。B股的招股说明书中写道：“伯克希尔-哈撒韦公司打算为投资者提供一种直接地、低成本地投资于伯克希尔-哈撒韦公司的投资工具，这种投资工具显然优于信托基金提供的投资手段，因此他们的产品将被市场淘汰。”<sup>196</sup>

为了阻止经纪商大肆宣传新的B股，伯克希尔-哈撒韦公司通过所罗门兄弟公司安排发行，并且故意把佣金的比率设得很低，使经纪商没有动力去说服投资者购买这只首次公开募股的股票。巴菲特还说公司将根据公众的需求发行股票的份数，这样就能使上市第一周由于高需求和有限供给所导致的“价格钉”现象发生的频率降到最低。

在招股说明书的首页，巴菲特重申了芒格写给五西格玛的话：“管理层并不相信公司的股价被低估了。”<sup>197</sup>

在1996年年会上，一位股东问伯克希尔-哈撒韦公司的股票是否被高估了。巴菲特回答道他从未说过股价被高估了，他只是说股价并没有被低估。巴菲特坚持认为这两者之间是有区别的。他显然有些懊恼，因为两者之间微弱的区别被杂志和投资者以相同的方式忽略了。

但对于许多投资者来说，两者之间的区别的确是非常模糊的。“于是就有许多关于他为什么要这么做的合理的疑问，”总部设在芝加哥的著名股票研究、咨询公司——伊博森公司的顾问德里克·萨斯韦德（Derek Sasveld）说，“这似乎并不完全合乎逻辑。”<sup>198</sup>

位于纽约的Ehrenkrantz King Nussbaum的高级分析师威廉·勒菲弗则猜测有可能是巴菲特觉得自己受到了侵犯，才做出上述举动的：“他的信用等级仍然和过去一样高，他不容许某些人利用巴菲特的名字挣钱。”<sup>199</sup>

然而，其他人却认为伯克希尔-哈撒韦公司的组织结构而非其内在价值是巴菲特所面临的问题的根源。在1996年年会上，巴菲特把信托基金描述为“一种佣金高昂并收取实实在在年费的投资产品”。

德累斯顿证券（Dresdner Securities）美国分公司的分析师詹姆斯·马尔维说：“巴菲特先生一直以来都是股东权益的捍卫者，他不喜欢这样的事实存在，因为从经济学的角度来看，买进投资基金单位并不等同于买进普通股。”<sup>200</sup>

由于被投资者称为“婴儿期B股”的存在，基金投资的利润可能仅够支付经纪商的佣金。

《巴伦周刊》的专栏作家艾伦·埃布尔森（Alan Abelson）并不认同巴菲特所做的“未被低估”的声明以及招股说明书中关于公司内在价值不可能按照过去的增长率持续增长的免责声明，认为这些都是表面文章。他说：“想想你所做的和你所后悔的一切吧。我们认为承认错误会使巴菲特受到伤害，而玩世不恭却可能会置他于死地。现在还有时间修改那份招股说明书，只需在首页那些警告的下面，加上‘纯属玩笑’就大功告成了。”<sup>201</sup>

然而其他人却认为巴菲特可能已经参透这个与高估有关的问题。股评专栏作家马尔科姆·贝尔科（Malcolm Berko）为读者简要分析了伯克希尔-哈撒韦公司，他把它描述成一个封闭式共同基金。经评估，贝尔科认为伯克希尔-哈撒韦公司的股票（包括A股和B股），其成交价与其资产净值（NAV）相比，存在巨大的溢价。贝尔科估算出伯克希尔-哈撒韦公司A股的每股资产净值为15000美元。“因此，在我看来，如果你愿意为拥有伯克希尔-哈撒韦公司的股票，支付超出每股资产净值21000美元的溢价的话，那么你肯定是被棒槌敲傻了。”<sup>202</sup> 贝尔科在他的文章中这样写道。

这场关于伯克希尔-哈撒韦公司股票价值和价格的辩论对股价产生了影响。A股股价迅速从38000美元的高位下降到在33000美元这一区间徘徊。而B股的发行价为1110美元，发行后迅速出现了价格大幅上涨，但在短短几周内B股股价就回落到1000美元多一点。

虽然巴菲特对于伯克希尔-哈撒韦公司内在价值的披露过于坦率——尽管从某种程度上来说令人困惑——伯克希尔-哈撒韦公司B股股票的发行就像亚利桑那州<sup>[1]</sup>的冰块一样受欢迎。最初，公司说将发行10万股，但实际发行的数量比这一数字增加了4倍。最终，一共发行了超过517500股，使伯克希尔-哈撒韦公司的股东基数翻了一番，达到8万人。

巴菲特用从B股股东手中筹集到的资金，增强公司的实力。毫无疑问，伯克希尔-哈撒韦公司必将成为一个拥有更多资产的公司。然而，正如他一直所警告的那样，扩大规模并不能确保良好业绩，事实上，还有可能使公司增长趋缓。自从1996年以来，公司的某些财务指标不稳定，巴菲特经历了一段艰难时期。但也不全都是坏消息，就拿2006年来说，伯克希尔-哈撒韦公司A股和B股的每股账面价值都增长了18.4%。在巴菲特掌舵伯克希尔-哈撒韦公司的42年间，其账面价值的复合年增长率平均达到21.4%：

2006年公司资产净值增加了169亿美元，我们相信这一增长刷新了我们



年资产净值增加的纪录——若不考虑合并（例如美国在线收购时代华纳）因素的话——也刷新了其他任何美国公司的纪录。当然，埃克森-美孚石油公司和其他一些公司赚的钱比伯克希尔-哈撒韦公司多得多，但它们的收益大部分都用于派息或回购，而对于增加资产净值没有任何贡献。<sup>203</sup>

[1] 美国西南部的州，夏季炎热。——译者注

## 承认错误

巴菲特承认自己在投资中有许多失误，包括收购了新英格兰的一家纺织工厂伯克希尔-哈撒韦。日渐没落的纺织业务最终结束了，但公司的躯壳和名称却被保留下来，改造成战无不胜的投资战车。从学生时代就认识巴菲特的投资者、作家欧文·卡恩说：“即使像巴菲特这样的天才也有失手的时候。”<sup>204</sup>

巴菲特诙谐地做出回应：

假设这个作家在1978~1980年，当大都会公司处于巅峰状态时，以43美元/股的价格卖掉伯克希尔持有的该公司股票，当然你们中的一些人可能会疑惑为什么我们现在要以172.5美元/股的价格买进大都会公司的股票呢？我预料到你们会问这个问题，因此我花了许多时间，终于想出了一个非常直接明了的、能够解释这些行为的答案，那就是：时间价值。<sup>205</sup>

我对于自己早期廉价出售大都会公司的股票后悔不已。<sup>206</sup>

巴菲特偶尔也会给出毫无价值的建议：

在《华盛顿邮报》出售其拥有的移动电话资产这一交易中，我所扮演的唯一角色就是建议他们不要以他们如今售价1/5的价格收购这一业务。那是他们最后一次向我征求意见。他们并没有采纳我的建议，之后便再也没有向我征求过任何建议。<sup>207</sup>

1998年，巴菲特做出惊人之举，他斥资220亿美元收购了规模巨大、历史悠久的再保险公司——通用再保险公司。这一交易有两大好处：不仅仅因为这（保险业）是巴菲特擅长的领域，还在于这一交易与他进行全球扩张的目标是步调一致的。总部设在康涅狄格的通用再保险公司拥有世界上历史最悠久的再保险公司——科隆再保险公司78%的股份，科隆再保险公司在全球大约150个国家和地区开展业务。通用再保险公司和科隆再保险公司都是世界上历史最悠久的再保险公司，两者合在一起组成了世界上第三大再保险业巨头。

就在收购完成之后，巴菲特马上发现保险业和再保险业存在着需要多年时间才能纠正的问题。但这还不是全部的麻烦，巴菲特还不得不应付证券交易委员会对于保费的调查，因为一些心照不宣的政策虚假地夸大了顾客的收入状况。但最糟糕的是，他不得不去收拾通用再保险公司的衍生金

融工具部门的烂摊子。他承认，这家公司是个“问题儿童”。

不幸的是，这是个体重重达400磅的孩子，它的负面影响对于我们整体业绩的影响很大。<sup>208</sup>

很久以前，马克·吐温说：“试图拽着猫尾巴把它带回家的人，会受到以其他任何方式都无法得到的教训。”如果马克·吐温如今仍然健在，他可能也会卷入衍生品交易，但几天后，他会宁愿选择被猫咬一口。<sup>209</sup>

收购通用再保险公司几年前，巴菲特曾告诫说衍生品交易是深不可测、危机四伏的。通用再保险公司的衍生品交易涉及23218份合约，其中一份合约的持续时间长达100年。巴菲特花了6年时间把合约的份数缩减至2890份，这一举措花费了伯克希尔-哈撒韦公司4.04亿美元，远远超过了它为伯克希尔-哈撒韦公司带来的收益。然而，更多的亏损纷至沓来。

在2005年年度信件中，巴菲特用了12段的篇幅来解释通用再保险公司衍生金融工具交易的问题，承认由于他不够果断，使股东蒙受了巨大损失：

在收购通用再保险公司时，我和芒格都清楚它的衍生品交易将成为一个麻烦，于是告诉该公司管理层，我们想退出这一业务。但损失仍然发生了，这完全是我的责任。因为当我们尝试出售衍生品业务时，我并没有当机立断地解决当务之急，反而因为犹豫不决浪费了几年时间（芒格称之为吮吸手指）。<sup>210</sup>

但不管怎样，通用再保险公司始终是一家规模庞大、实力雄厚的保险公司，巴菲特和芒格都说他们对于能拥有这家公司感到心满意足。该公司拥有由贝斯特（A.M.Best）、穆迪和标准普尔所赋予的最高信用级别。伯克希尔-哈撒韦公司最有价值的资产之一就是通用再保险公司，几乎占伯克希尔-哈撒韦公司全部490亿美元资产的一半。借助该公司，巴菲特得以分享保险业的丰厚利润。2006年，巴菲特终于告诉股东他们不会再听到他为通用再保险公司的衍生品交易唉声叹气了。衍生品合约的金额已经被削减到几乎可以忽略不计的规模，对公司不再构成威胁。



## 不要犹豫不决

芒格无法容忍懒散或犹豫不决。如果你发现一家业绩良好的公司报价合理，为什么还要犹豫不决呢？

事情可以追溯至1972年，当时巴菲特、芒格和早期的投资搭档里克·格林（Rick Guerin）收购了时思糖果。芒格和格林发现这家位于洛杉矶的公司值得投资，打电话给巴菲特建议收购这家公司。一开始巴菲特不同意，于是挂断了电话。但在短短几分钟内，巴菲特便打电话给他们同意进行收购。在这几分钟内，他已经查阅了该公司的数据，迅速做出分析，认为尽管该公司的报价为2500万美元（是其账面价值的3倍），但这的确是家有拥有获利能力和增长潜力的质量上乘的公司。

多年来，伯克希尔-哈撒韦公司隐蔽的大量现金加上巴菲特和芒格的头脑，使得投资决策总是以迅雷不及掩耳的速度做出：

如果今天下午我接到电话，说有人想把证券、资产或公司卖给我，若它们看起来似乎不错，我们可能今晚就会达成交易。我们行动迅速，因为我们手头总是有大量现金。<sup>211</sup>

但有时，巴菲特也会犯犹豫不决的错误：

我所错过的最可惜的机会可能要数房地美公司（联邦住房抵押贷款机构）。我们的存款和贷款数量使得我们在房地美公司首次发行股票时，有权认购其1%的股份。我们应该收购100家储蓄贷款协会，吞并房地美。但我究竟做了些什么啊？我犹豫不决，从而错失良机。<sup>212</sup>

## 低调涉足航空业

1995年，巴菲特冲销了他投资于全美航空公司的3.85亿美元中的75%，即2.685亿美元<sup>[1]</sup>。自从1994年9月以来，相当于这些股票总价值9.25%的股息从未兑现过。1996年春季，巴菲特打算出售这些可转换优先股：

这是一种优先股。我承认此次投资是一次失误，但正因为这不是一家业绩良好的公司，我们才没有以普通股的方式进行投资。世界上并不是总有许多优秀的、值得投资的公司。<sup>213</sup>

在北卡罗来纳州的一次演讲中，巴菲特解释了为什么航空业不是投资者的理想选择：

当然，有趣的是如果能让时光倒流带我们回到过去，正是在小鹰镇，莱特兄弟首次试飞成功。然而从那时开始一直到现在，以净收益衡量，美国的航空运输业没有任何盈利。你只要试想一下，如果在那个激动人心的时刻，你恰好就在小鹰镇目睹莱特兄弟飞上蓝天，就在那一刹那，这一场景令你怦然心动。因为你想到某一天，全世界数以亿计的人们都会像他们一样在天空翱翔，这会让地球上所有的人之间的距离变得更近，同时能带来一切我们想要的东西。你也许会想：天哪，这是我们必须加入的行业。尽管投入数以十亿计的美元，但如果你独自拥有整个航空业，就算所有的收入都属于你，你的利润还是为负的。如果当时有一个资本家在场的話，他一定会一枪打下韦尔伯·莱特，因为他使人类进步一小步，资本主义倒退一大步。<sup>214</sup>

巴菲特把他对于全美航空的投资归因于自己的一时糊涂。他如何应付未来的批评呢？

我现在随身带着一个800客服电话号码，每当我有购买航空业股票的迫切愿望时，我就拨这个号码，说我的名字是巴菲特，是一名飞行狂热分子，于是电话那一端的家伙肯定会说服我打消这个念头。<sup>215</sup>

巴菲特可能是非常低调地涉足航空业的，但他还是在和对飞行有关的公司的特殊情感中挣扎，难以自拔。他对于全美航空的投资并不成功。稍后，他买了一架公司喷气式飞机，由于一时的负罪感，他将这架飞机命名为“站不住脚号”。后来，在解决所罗门兄弟公司危机之后，他把它更名

为“不可或缺号”。他对于这架喷气式飞机的“热恋”一直持续到1998年，直到他发现了一个飞行情结的新寄托——奈特捷公司——才宣告结束。

我不再乘坐“站不住脚号”，也就是现在的“不可或缺号”，因为100%拥有一架飞机对于我来说是没有意义的，我想这就是我出售这架飞机唯一的动机。因为你需要支付相当于你实际所需载客量四五倍的飞行成本，这对你来说没有任何意义。某人若全资拥有航空业，就好比海军只拥有一种类型的船只，他们需要的不仅仅是一艘驱逐舰，而是整个编队。我一直都在为不同的工作而奔波，在美国境内飞行300英里或1200英里旅程，抑或飞往这里（欧洲）时，我希望有11种机型可供选择。 <sup>216</sup>

奈特捷公司出售飞机的持股所有权，这允许人们通过认购某一架特定飞机的一定股份，获得使用权或以此每年按比例交换一定的飞行时间。这种形式如此方便，以至于（以前都乘坐商务航班的）巴菲特和芒格都热衷于使用这项服务。

如果你在乘坐过奈特捷公司的飞机之后，再乘坐商务航班就像握手一样缺乏激情。 <sup>217</sup>

伯克希尔-哈撒韦公司以价值7.25亿美元的股票和现金，收购了这家私人公司。但遗憾的是，令巴菲特伤心的、对航空业的诅咒再次灵验：收购后，奈特捷的盈利能力马上出现下滑，这主要是由于合适机型的短缺、高昂的经营成本（燃料）和涉足欧洲市场这些因素造成的。2004年，奈特捷的（税前）损失为1000万美元，2005年的税前损失为8000万美元。巴菲特对于公司扭亏为盈仍心存希望。2005年时，他写道：

我所见过的最具活力的经理人之一里奇·圣图利，会解决我们的收入/支出问题。然而他不会以一种会削弱奈特捷服务品质的方式来解决这一问题。我和他都承诺公司将提供一如既往的高水准的服务和其他公司难以匹敌的安全性。 <sup>218</sup>

事实上，2006年，尽管奈特捷仍处于亏损状态，但它的业绩已经有了一定的改善。公司的欧洲业务仍处于摸索阶段。巴菲特宣称公司飞行编队的价值远远超过奈特捷三个最大的竞争对手。

业内人士经常提醒一些精神紧张的乘客，飞行员的生命是和他们的生命连在一起的，因此他一定会非常小心地使你平安着陆。巴菲特每年乘坐奈特捷的飞机飞行225个小时，而他的家人则使用其余550个小时的飞行时间。因此公司的其他顾客——包括老虎伍兹、凯思琳·李·吉福德、卡尔文·

克莱恩和超级男孩乐队——能确保自己将获得和巴菲特一样的高质量的机组成员和飞机，这是一种令他们觉得舒心的念头。

[1] 原书为此，疑为 $3.85 \times 75\% = 2.8875$ 亿美元。——译者注

## 从错误中学习

巴菲特说在他21岁时，做出了自己一生之中最失败的决定——把自己20%的净资产投资于一个加油站。据他估算，按照经济学上的机会成本计算，那几年这一错误决策使他损失了8亿美元。<sup>219</sup>

从损失中痊愈的第一步就是不再犯同样的错误：

这是一条亘古不变的原则：你不能重蹈覆辙。<sup>220</sup>

伯克希尔-哈撒韦公司从未向股东分派过股息，股东通过将投资收益再次投资于伯克希尔-哈撒韦公司，既能避免双重课税，也能避免对他们的地位产生影响。唯一一次例外是巴菲特在1967年对当时的合伙人支付了每股10美分的股息。对此，他说：

我想，我肯定是在厕所里做出这一决定的。<sup>221 [1]</sup>

所罗门兄弟公司的政府债券丑闻给了巴菲特一个令他不堪回首的教训：

你不会相信这一点，因为我不是没有机会推脱，但我的确自愿承担临时主席这一工作。并不是我想这么做，但在这一事件得到正确处理之前，我觉得自己必须做点什么。<sup>222</sup>

足足有相当于一个营的律师整理了许多对所罗门公司不利的证据，这促使巴菲特不得不密切关注这一事件的进展：

我可能是当年美国律师协会的年度之星。<sup>223</sup>

巴菲特认为待在纽约一年帮助所罗门兄弟公司处理政府债券丑闻，就像卷入了一场战争：

你之所以这么做是因为你不得不这么做，但你绝不希望再次卷入同样的事情。<sup>224</sup>

在所罗门事件发生前，有人问巴菲特为什么要对银行业做出如此尖锐的评价，当时伯克希尔-哈撒韦公司持有大量所罗门公司的股票。对此，巴菲特回答道：

为什么在我们对所罗门公司投资了7亿美元的情况下，还要公开批判投资银行业呢？我想我大概是想通过对公众提出警告来赎罪。<sup>225</sup>

[1] 巴菲特说当他相信伯克希尔-哈撒韦公司的股东能找到比投资伯克希尔-哈撒韦公司更有利可图的投资方式时，他会支付股息，以便使他们能按照自己的意愿进行投资。

## 买入如童话故事般美好的股票

巴菲特最喜欢的、描述股票内在价值和收益的方式充满童话色彩。巴菲特说，他最喜欢的公司，就像：

一座城堡，四周环绕着很深的、危险的护城河，而城堡内的领导者是一位诚实、正派的人。更为重要的是，城堡能从领导者的天赋中获得力量；护城河是永恒存在的，成为对那些试图进攻城堡的人的强有力的威慑；与此同时，在城堡的内部，领导者能创造财富，但这些财富并不是由他一人独享。我们可以这样粗略地理解上述描述：我们喜欢拥有统治地位的大公司，因为它们的特许权是独一无二的，拥有巨大的力量或者能长盛不衰。<sup>226</sup>

你的公司需要一条这样的“护城河”来使你免受那些不期而至、企图和你讨价还价的家伙的骚扰。<sup>227</sup>

1969年时，巴菲特对他所喜欢的、如童话故事般美好的股票做了实际分析：

我每买进一只股票，都像要买进整家公司那样进行考虑。打个比方，如果我打算买一家沿街的小店，我会想要知道关于它的一切。我想说的是：看看迪士尼1966年上半年的股价吧。当时每股价格为53美元，并不是特别便宜；但你要想想看，以这样的价格，你能以8000万美元的价格买进整个公司，而《白雪公主》《鲁宾孙漂流记》和一些著名的卡通人物都从其账面上冲销了，它们的价值就值8000万美元；此外，你还能拥有迪士尼乐园以及一位合伙人——天才的沃特·迪士尼，你还有什么可犹豫的呢？<sup>228</sup>

1996年大都会公司和迪士尼合并后，巴菲特再次买进大量迪士尼股票，对此，他说：

拥有《白雪公主》就像拥有一片油田<sup>[1]</sup>，你可以把原油从地下抽上来出售，然后又会有原油源源不断地从地底渗出。<sup>229</sup>

接下来是他对于米老鼠的评价：

关于这只老鼠，最棒的是它没有经纪人，你完全拥有这只老鼠，它是你的。<sup>230</sup>

不过伯克希尔-哈撒韦公司只是短暂地持有迪士尼股票，不久便将它们出售了。因为当时迪士尼正经历管理层变动。

[1] 迪士尼可以每隔7年重新发行一次《白雪公主》。



## 寻找卓越的公司

你必须投资于一家即使白痴也能经营的公司，因为该公司某一天就有可能由一个白痴来经营。 <sup>231</sup>

对于任何一家公司来说，在接下来的一个星期、一个月或一年里，所有情况都有可能发生。但真正重要的事情是你要投资于正确的公司，经典的例子是可口可乐公司。该公司于1919年上市，最初每股价格为40美元，但次年股价跌到19美元。这主要是由于第一次世界大战后白糖价格剧烈波动造成的。因此，如果你在该公司上市时买进该公司股票，一年后可能已经损失了一半的钱；但如果你一直持有这些股票直到现在，并在这过程中将所有股息再次投资于该公司股票，如今，你最初的40美元投资现在大约值180万美元。在这过程中，我们经历了大萧条和战争，白糖价格一直跌宕起伏。我们经历了太多的事情。因此，对于我们来说，考虑该公司产品是否有可能经受住这些冲击，并成为支撑经济的重要力量，要比犹豫是否应买进或抛售该公司的股票更有经济效益。 <sup>232</sup>

让我们假设你将离开10年，在离开之前，你想进行一次投资。你了解当前的一切情况，但在你离开的这段时间，一切都有可能改变，而你却无法改变自己已经做出的投资决策。在这样的情况下，你会如何考虑呢？

我会列出一切我觉得确定的事情，例如，我知道市场将会持续增长，主导公司将成为世界范围内的主导公司，以及每股股价将有大幅度的增长。但我就是无法预计类似可口可乐公司的这种情况。 <sup>233</sup>

芒格让我要关注一家有巨大收益增长能力的大型公司的优点，但你必须首先确定这的确是一家有着巨大收益增长能力的大型公司，而不是像德州仪器公司或宝丽来那样，其收益能力都是假设的。 <sup>234</sup>

巴菲特曾经向通用食品公司总裁史密斯·菲利普（Smith Philip）解释为什么在没有人对该公司感兴趣的情况下，他打算买进该公司股票：

贵公司有着深入人心的品牌，你们的售价仅相当于收益的3倍，而其他食品公司的售价是其收益的六七倍。此外，你们拥有充裕的现金，如果你不知道该如何处理这些现金的话，就交给我们处理吧。 <sup>235</sup>

事实上，通用食品被菲利普·莫里斯公司收购后，又被并入了卡夫食品

公司（Kraft Food）。菲利普·莫里斯公司现在名为阿尔特里亚公司（Altria）。

对于优秀公司的定义是能持续25年或30年保持优良业绩。 <sup>236</sup>

购买业绩优秀的公司股票的理由之一是一旦买入，投资者便可坐享其成了，相信公司的经理会各司其职，把工作做好。1973年，巴菲特已经拥有伯克希尔-哈撒韦公司相当比重的股票，以及伊利诺伊州的一家银行、奥马哈的一家周报，并开始对6家保险公司、一家女性服饰连锁店和一家糖果公司感兴趣。然而，他这样告诉记者——显然并不是为了自夸：

我几乎可以两手插在口袋里，什么都不用做，我的生活很悠闲。 <sup>237</sup>

我告诉为我们公司工作的每一个人，要想成功，只需做两件事情。第一，站在股东的立场思考；第二，马上宣布坏消息，因为我们没有理由担心好消息。 <sup>238</sup>

## 保证投资的质量

拥有希望之星<sup>[1]</sup>的一小部分比拥有一颗人造钻石的全部要好得多。

239

从孩提时代出版了一份名为《马夫的选择》的内部情报开始，巴菲特就表现出他对于赛马的兴趣：

在赛马比赛中有速度主裁判和等级主裁判。速度主裁判说你要试着计算出这匹马能跑多快，而等级主裁判说一匹身价1万美元的马肯定要比身价6000美元的马跑得快。格雷厄姆说：“买进价格足够低的股票，它肯定能让你赚到钱。”他的观点恰好与速度主裁判的观点不谋而合。而另一些人说：“买进业绩最好的那家公司的股票，它肯定能让你赚到钱。”则他的观点恰好与等级主裁判的观点相同。 240 [2]

[1] 希望之星是一颗世界上现存最大的蓝色钻石。——译者注

[2] 巴菲特一开始就像一位“速度主裁判”，认为要买价格低的股票，但后来逐渐演变为“等级主裁判”，认为要买质量好的股票。

## 垃圾债券

当被问及他如何看待垃圾债券时，巴菲特回答道：

我想它们就像它们的名字一样，是一堆垃圾。<sup>241</sup>

后来，有人问他为什么在1983年和1984年，共买进1.39亿美元华盛顿公共电力服务公司发行的垃圾债券（WPPSS债券或WHOOPS债券），而当时这些债券的信用等级说明它们已经有很大的风险。<sup>[1]</sup>对此，巴菲特回答如下：

我们并不是根据信用评级做出判断。如果我们想让穆迪和标准普尔主宰我们的钱的话，还不如直接把钱交给他们经营好了。<sup>242</sup>

从那以后，巴菲特还曾投资于雷诺兹-纳贝斯克公司（RJR Nabisco）、克雷斯勒金融服务公司、德古士（Texaco）、时代华纳和亚马逊等公司的垃圾债券。

我不是工程师，我甚至不知道为什么我一按开关灯就会亮。但我知道如何选择垃圾债券。<sup>243</sup>

在伯克希尔-哈撒韦公司2002年的年度信件中，巴菲特解释说在某些方面投资股票和投资垃圾债券是有相似之处的：

这两种投资活动都要求我们进行价格-价值之间的计算权衡，还要从众多证券中挑选出少数几只拥有诱人的收益/风险比的证券。

然而，他对这两种不同类型的投资有着截然不同的预期。他希望所有的股票投资都能获得利润，但对于垃圾债券投资却不抱有这样的奢望：

购买垃圾债券，意味着我们在和一些边缘公司打交道。这些公司通常过度负债，并经常属于一些资本回报率低的产业。此外，管理层的素质有时也令人担忧，管理层的利益甚至可能直接与债权人的利益对立。因此，我们预期垃圾债券投资偶尔会使我们蒙受巨大损失。但到目前为止，在这一方面我们的表现还是相当不错的。<sup>244</sup>

芒格解释伯克希尔-哈撒韦公司拥有许多固定收益的债券投资，有些是伯克希尔-哈撒韦公司直接买进的，有些是其保险子公司买进的。他并不反

对巴菲特投资于这些被称为“垃圾”的东西。

芒格说：“只要巴菲特想要那么做，我都很乐于看到他能实践他的想法。而且这些年来我们已经通过投资垃圾债券获得数亿美元的税前收益，并没有承受太多的风险或陷入窘境。因此我们会坚持这项特别的投资项目。”<sup>245</sup>

[1] 这些债券最终并没有违约，反而提供了16.3%的固定、免税收益率，为巴菲特带来年均2270万美元的回报。

## 评估特许权的价值

巴菲特把特许权价值描述为环绕公司这座城堡四周的护城河。他用吉列<sup>[1]</sup>作为例子来说明这一点：

每年全球大约消耗200亿~210亿片剃须刀片，其中30%都是吉列生产的，但从价值上看，吉列占到60%。吉列在一些国家——斯堪的纳维亚半岛<sup>[2]</sup>和墨西哥的市场占有率高达90%。如今，只要提到剃须，你脑海里浮现的必然是这家公司，一家一直致力于研发更好的剃须刀，创新分销力量，同时在消费者心目中占有一定地位的公司……你知道，剃须是你每天要做的事情——也是我希望你每天要做的事情——如果你每年在刀片上仅花20美元的话，你会得到可怕的剃须体验。如今人们不倾向于改变他们所熟悉的一切，包括吉列的刀片。<sup>246</sup>

你只要想到在你睡觉时全球有大约25亿男性的胡须正在生长，你就能安然入睡。我想吉列的所有员工都不会有睡眠问题。<sup>247</sup>

如果你还未通过吉列的例子理解特许权的概念，那么请结合好时巧克力的例子加以理解：

如果你走进商店想买点巧克力，但他们说：“我们没有好时巧克力，只有这种没有商标的、老板推荐的巧克力。”如果你宁愿穿过这整条街去买好时巧克力，或者宁愿多付5美分也要买好时巧克力，而不买那些没有商标的巧克力，那么你的行为就体现了特许权的价值。<sup>248</sup>

在情人之间，很多情况下便宜的价格并不重要：

你知道，他们绝不会在情人节那天回到家说：“亲爱的，这是两磅巧克力，很便宜。”在这里价格便宜并没有用。<sup>249</sup>

可口可乐公司拥有世界上最强大的、令其他公司望尘莫及的特许权力量：

如果你在一生之中能偶然想到一个与某家公司有关的好点子，你无疑是幸运的。这家（可口可乐）公司是世界上最大、最好的公司，拥有世界上最强大的品牌，销售价格适中，普遍受到欢迎——在所有国家，人均消费可口可乐的数量几乎每年都在增加。没有任何一种其他商品能做到像它

这么成功。 250

特许权力量筑就的“护城河”提供了强有力的保护：

若可口可乐公司被兼并，其震撼力不亚于珍珠港事件。 251

巴菲特曾不止一次从投资那些面临严重财务困难但特许权价值并未受到影响的公司中获益：

这与1963年年底遭受“色拉油丑闻”打击的美国运通的情况类似。这一打击并没有影响运通公司所签发的旅行支票或信用卡的权限。这一丑闻可能毁了运通公司的资产负债表，但毫无疑问，即使没有任何净资产，仅凭“运通”这一品牌就值许多钱。

没有任何净资产的政府雇员保险公司也值很多钱，当我买下该公司时，有人预计它第二天就会倒闭，因为它没有任何净资产，<sup>[3]</sup>但我对它即将带来的净资产很满意。事实上，许多拥有该公司股份的保险公司为它提供了净资产。 252

巴菲特已经对这些特许权失去了兴趣。他曾经是雷诺兹-纳贝斯克公司（雷诺烟草公司的所有者）的最大股东，但他在20世纪80年代早期便出售了这些股票。虽然据说他并未反对所罗门兄弟公司在1988年对雷诺兹-纳贝斯克公司进行投资，但他拒绝加入所罗门兄弟公司的这一投资行为。据报道，他曾经说：

我会告诉你我为什么喜欢烟草行业。一支烟的生产成本只有1美分，售价却高达1美元，而且烟能使人上瘾，因此这一行业拥有令人难以置信的品牌忠诚度。 253 <sup>[4]</sup>

[1] 2004年，吉列并入宝洁公司，使伯克希尔-哈撒韦公司拥有3%的宝洁股份。

[2] 瑞典、挪威、丹麦、冰岛的泛称。——译者注

[3] 1976年，由于发展过快，政府雇员保险公司经历了挫折：公司的扩展超过了市场的容量。在巴菲特收购该公司后，它逐渐复原。

[4] 巴菲特后来澄清，上述言论是他引用了别人的话，他认为这段话是有讽刺意味的。然而，上述一切的确是令人沮丧的现实。

## 重视价格机制的力量

巴菲特解释说，一家好的公司偏好价格的灵活性。价格的力量是与特许权价值紧密联系在一起的：

如果你拥有时思糖果公司，你会对着镜子说：“镜子镜子，我问你，今年秋天糖果的定价该为多少呢？”镜子说：“定价可以再高一些。”这是一家业绩良好的公司。 <sup>254</sup>

1986年，巴菲特预言由于在定价方面处于弱势，电视行业将会四面楚歌：

从本质上来说，许多年前，电视拥有许多尚未使用的价格力量，但它们如今已经被使用殆尽。因此，该行业对于价格的影响力已经不可同日而语。我没有看到有线电视行业实现超越通货膨胀率的飞速收入增长，但在过去的许多年里，它们曾经拥有这种能力，甚至曾有人据此乐观地预期有线电视将发展成为人们生活的一部分。但如今，你看到一切都发生了改变。 <sup>255</sup>



## 寻找拥有廉价流动资金的公司（然后要对这家公司进行正确的定位）

巴菲特很早便知道保险公司的利润是建立在对为应付保险赔付而募集的保费进行出色投资的基础之上的。伯克希尔-哈撒韦旗下所有保险公司这一流动资金的总额大约为65亿美元，其中有30亿美元是由如今伯克希尔-哈撒韦全资拥有的政府雇员保险公司提供的。这些闲置资金并不属于伯克希尔-哈撒韦，但它有权使用这些资金。

一些证券分析师认为仅仅按照其账面价值考虑保险公司的价值是一个巨大的错误，因为忽略了这些流动资金的价值。<sup>256</sup>

巴菲特发现其他一些公司也存在流动资金：

在倒闭之前，蓝筹印花公司（Blue Chip Stamp）曾经是一家拥有大量流动资金的公司。它的钱放在哪里？难道都藏到保险箱里了吗？我不知道。（在20世纪五六十年代时，印花交易就像去杂货店购物一样普遍，但后来这一交易不得不让位于息票以及其他一些新的投资工具。然而，在蓝筹印花公司倒闭之前，巴菲特已经通过运用该公司的流动资金进行投资，获得了丰厚的利润。<sup>257</sup>）

## 学着喜欢垄断

房地美公司是一家私营的公共事业公司，为住房抵押品提供二级市场。房地美公司和它的兄弟代理公司房利美公司（美国联邦国民抵押贷款协会）控制了这一业务90%的市场，形成了一个由两家公司垄断的卖方市场：

这是仅次于单头垄断的好事情。 258

报业是一个令人觉得不可思议的行业。这是少数几个自然形成有限垄断的行业之一。显然，报纸必须和其他一些媒体形式进行竞争，但这些竞争都不如各家报纸之间的竞争来得激烈。如果我让你找出另一个像这样的行业，我想你应该找不到。 259 [1]

《水牛城晚报》和竞争对手加急快递之间爆发了发行战争，在此期间，后者提起诉讼，指控巴菲特的报纸执行限价。他们手中的把柄是据说巴菲特曾经说过拥有一家垄断的报纸就像拥有一座可以任意收费的桥梁。当他们向法庭陈述这一言论时，巴菲特说：

我是说，在一个通货膨胀盛行的时期，如果一座桥梁可以任意收费的话，它是值得拥有的投资。 260

反方律师问他为什么，巴菲特回答道：

因为通过收费，你已经摊销了自己的资本成本。你以过去的美元成本建造了这座桥，而不需要不断地对这座桥梁进行翻修。 261

[1] 巴菲特在1986年发表了上述言论。因为人口统计和零售业发生了重大变化，以及诸如互联网之类的新的竞争媒体的出现及繁荣，巴菲特把报业归类为“优秀但不是非常出色”的行业，紧接着便对收购新的报业公司彻底失去了兴趣。

## 寻找以所有者立场思考的经理

我总是假设整家公司都属于我一个人。如果管理层能像我这样考虑问题的话，那么这就是我喜欢的管理层。 <sup>262</sup>

最好的CEO热爱经营管理公司，而不喜欢参加商业圆桌会议或在奥古斯塔国家高尔夫球俱乐部打高尔夫。 <sup>263</sup>

巴菲特经常说因为他不是糖果销售、百科全书出版或服装业、鞋业（所有这些是伯克希尔-哈撒韦公司拥有的公司）的专业人士，所以他希望他的经理都是这些方面的专才。关于对鞋类制造商、主要皮革采购商——布朗鞋业（H.H.Brown）的收购，巴菲特说：

他们（布朗鞋业的管理层）都是专业人士，公司的方向只要稍微出现偏离，他们马上就能发觉。 <sup>264</sup>

## 管理层固然重要，但好的公司更重要

我们的结论是，只有在极少数例外情况下，声名显赫的管理层能使一家因经济基础差而闻名的公司起死回生——他们很难改变公司的现状。<sup>265</sup>

我喜欢的公司应该是一个即使没人管理，也能赚钱的公司。这是我梦寐以求的公司。<sup>266</sup>

## 避免制度性强制（公司的“旅鼠行动”<sup>[1]</sup>倾向）

对于领导者求贤若渴的公司来说，即便是愚蠢的领导者，也能迅速得到部下的支持。<sup>267</sup>

如果你才能平庸，但在董事会有许多朋友，情况就与训练足球队完全不同了。如果足球队教练最终训练出了11个在球场上不知所谓的家伙，他肯定会丢掉工作，但董事会成员不会因为他们雇用了一位平庸的CEO而失去工作。因此对于董事会成员来说，适用于其他工作岗位的这种自动淘汰机制是不起作用的。<sup>268</sup>

[1] 旅鼠行动，比喻人们非理性的从众行为。——译者注

## 偏爱那些回购自己股票的公司

当某家公司的股票在市场上以低于内在价值的价格交易时，巴菲特说对于该公司来说，最好的投资方式之一就是买回自己的股票。这是否意味着当伯克希尔-哈撒韦公司的股价跌到低于其内在价值时，巴菲特会回购伯克希尔-哈撒韦公司的股票呢？对此，他说：

如果这么做是有意义的，我会买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票，但前提是伯克希尔-哈撒韦公司的股价要比其他我感兴趣的股票的价格更便宜。

## 不要害怕多元化投资

多元化投资是对于无知的一种保护。但它对于那些知道自己在做什么的人来说，几乎没有意义。<sup>270</sup>

世界上许多巨额财富都是通过对某家业绩突出公司的集中投资形成的。如果你了解这家公司，就没有必要再对其他许多公司进行投资。<sup>271</sup>

巴菲特引用了百老汇的舞台总监比利·罗斯的话来解释多元化投资的困难：

如果你妻妾成群，有40位之多，你就不可能深入了解她们中的每一个。<sup>272</sup>

## 进行长期投资

巴菲特对短期投资深恶痛绝，因此他曾经建议对时间短于1年的股票交易利润征收100%的税。<sup>273</sup>

芒格和我都希望能长期持有我们手中的股票。但事实上，正如你们所看到的，芒格和我都很老了，我们不知道我们的后继者会怎么处置这些股票。<sup>274</sup>

我们喜欢收购公司，不喜欢出售公司，我们希望这种状态能一直延续。<sup>275</sup>

我们将长期持有绝大多数我们大量持股的股票。我们投资决策的成效将取决于公司在这段时期内的经营业绩，而不是取决于该公司股票某日在股市上的表现。正如在收购整家公司时，仅仅关注其短期前景是愚蠢的那样，我们认为在购买公司的一小部分即普通股时，被公司近期的预期收益所迷惑同样也是缺乏全面性的。<sup>276</sup>

巴菲特不仅仅自己关注长期投资的结果，他还希望伯克希尔-哈撒韦的股东能尽可能长期地持有他们的股票：

如果我拥有一家俱乐部或者在一座教堂中布道，我不会用与会人员或俱乐部成员变动的频繁程度来衡量自己的成功。我更愿意看到没有人愿意离开座位，这样就不会有空余的位置提供给其他人。<sup>277</sup>

他认为可以用这样的方式来考虑是否收购一家公司：

一开始，这有点像一段罗曼史。你必须要花一些时间和不同的女孩相处，然后，你会找到你的初恋。后来，最重要的时刻来临了，你们终于走到了一起。但第二天，你会不会开始考虑如果有人出2倍甚至3倍的价格，我是否要卖了它呢？<sup>278</sup>

巴菲特说自己是瑞普·凡·温克尔式<sup>[1]</sup>的投资者：

我将持有股票的期限设定为：永远。<sup>279</sup>

[1] 瑞普·凡·温克尔是美国文学之父华盛顿·欧文创作的著名短篇小说《瑞普·



凡·温克尔》里的主人公，有一天，他为了躲避唠叨凶悍的妻子，独自到附近的赫德森河畔兹吉尔山上去打猎。他遇到当年发现这条河的赫德森船长及其伙伴，在喝了他们的仙酒后，就睡了一觉。醒后下山回家，才发现整整20年过去了。——译者注

## 善于总结

股票投资很简单，你所要做的只是以低于公司内在价值的价格买进那些优秀的、拥有正直、精干的管理层的公司的股票。然后，你只要一直持有该公司的股票就可以了。<sup>280</sup>

巴菲特说，或者你可以遵循威尔·罗杰斯的方法。罗杰斯说，在买进一只股票之前要认真研究市场，“然后，当股价上涨到你买入价的两倍时，把它抛掉”。但如果股价没有上涨到你买入价的两倍，你该怎么办呢？罗杰斯说：“不要买进那些股价不能上涨至买入价两倍的股票。”<sup>281</sup>

## 当你因为追随巴菲特的投资脚步而变得富有时，请回馈社会

使巴菲特和他的朋友、同事与众不同的品质之一就是他们对于社会责任的态度。

## 投资是有助于增进公众福利的方式

由于投资现代生产设施所获得的实际资本的巨大增加，应该有助于带来经济福利的巨大改善。如果更多的劳动力、更大的消费者需求以及政府的重大承诺未能创造并利用整个产业所拥有的昂贵的、新的资本资产的话，则其唯一的后果便是巨大的挫折。这是俄罗斯人和洛克菲勒家族都非常理解的一种关系。对于这种关系的正确理解及运用，使联邦德国和日本取得了令人瞩目的成功。非常高的资本积累率使得这两个国家在提高生活水平的速度方面远远超过了我们，即使我们仍然拥有超级大国的地位。<sup>282</sup>

虽然一些投资者能利用杠杆收购从中获利，但对于社会来说，它并不总是件好事。首当其冲的便是：用债务取代权益会减少公司的纳税，而公司的纳税能为社会公共事业提供资金。

如今当你读到有关布恩·皮肯斯、吉米·戈德史密斯及其全体员工的书时，你会发现他们一直在谈论如何为股东创造价值。事实上，他们不是在创造价值，而只是把这些价值从社会转移到股东手上。这可能是件好事，也可能是件坏事，但不管怎么说，都不是在创造价值——它不像亨利·福特发明了汽车或像雷·克洛克发现了如何比别人卖出更多汉堡包的诀窍那样真正为社会创造价值……最近几年，一些熟知游戏规则的人接二连三地对一些公司进行收购。这意味着每一位公民必须为政府所提供的所有产品和服务多支付一些钱。<sup>283</sup>

## 当报酬与付出不成比例时，你会怎么做

还有一些人和巴菲特一样，对于社会公众的安全、健康、幸福和福利做出了重要的贡献，但他们获得的回报要低于他们的付出，对此，巴菲特说：

这个社会给予我的奖励远远超出我为它所付出的一切。 284

我个人认为我所取得的成就中相当大一部分应归功于社会。如果你让我身处孟加拉国、秘鲁或其他一些国家，你就会发现我的天赋在不正确的土壤上，所取得的成就到底有多大——可能30年后，我仍在艰苦奋斗。因为我所处的市场体系恰好是一个报酬与付出不成比例的体系，即使强悍如迈克·泰森也无法适应这一切。如果在美国，泰森10秒之内击倒对手能赚1000万美元的话，则在这些国家能赚到钱远远不止1000万美元；如果你能击出一个好球，他们也会支付更多的钱；但如果你是一位杰出的教师，他们不会支付很高的报酬；如果你是一位非常敬业的护士，他们也不会支付很高的薪水。现在，还需要我举出一些和这些国家类似的价值体系吗？我想不需要了，我并不认为你能在这样的体系下取得成功。但我坚持认为当你得到市场体系的正确对待时，即市场体系由于你某项特殊的天赋——这项天赋可能是由于你的声线迷人，每个人都愿意为聆听你在电视上或其他地方演唱付钱——慷慨地给予你购买商品和服务的能力时，我认为社会对给予你的这些钱拥有求偿权。 285

我不会对金钱有罪恶感。我看待金钱的方式是认为自己拥有的金钱代表着社会签发的、金额巨大的、代表着“求偿权”的支票。我可以把这些钱用于消费。如果我想这么做的话，在我的余生，我完全可以雇用1万个人，每天除了为我的画涂上颜色外什么都不做。我们国家的国民生产总值将会增加，但这一产出的效用为零，而我的这一行为可能会使这1万个人无法从事艾滋病相关研究、教学或护理工作。因此，我不会这么做，不会滥用这些“求偿权”支票。事实上，我打算在我和妻子去世后，把所有这些“求偿权”支票都用于捐助慈善事业。 286

在他为奥马哈房地产大亨彼得·基维所写的颂词中，巴菲特给出了另一个关于如何使用“求偿权”支票的例子（巴菲特敬重基维，因为他对于自己这些的“求偿权”支票非常节约，把他相当大比重的资产——价值2000万美元的资产——留给了慈善事业）：

若一个人的支出少于收入的话，他实际上在为未来积蓄“求偿权”支票。但可能在后来的某一天，他会背道而驰，消费超过收入，从而不断兑现他原来积蓄的“求偿权”支票；或者他会一直恪守自己原来的坚持，把这些积蓄的“求偿权”支票传给其他人——可能是在自己的有生之年以捐赠的形式转让给他人，或者是在自己去世后以遗产的形式转让给他人。

而另一个截然相反的例子是威廉·伦道夫·赫斯特<sup>[1]</sup>，他耗尽其毕生积蓄建造和维护位于圣西蒙的赫氏古堡。赫斯特就像法老为自己建造金字塔一样，大兴土木，调动了大量人力、物力来满足他个人的享受，远远背离了整个社会的目标。

他雇用了一大群人来迎合自己一时的兴致。例如他在圣路易斯-奥比斯保（San Luis Obispo）雇用的员工必须花费一生之中的大部分时间为他私人动物园里的北极熊搬运冰雪，这些员工的劳动不会生产出对整个社会有用的其他商品和服务。<sup>287</sup>

巴菲特的朋友比尔·盖茨说他认为自己会经营微软直到2008年，之后将致力于如何使用这些财富。巴菲特预计盖茨会把其中一些财富回馈于社会：

我想，终有一天，他会花一些时间思考自己的慈善事业对于整个社会的影响。他的想象力绝不允许他仅仅拘泥于传统的捐赠形式。<sup>288</sup>

[1] 美国传媒大亨威廉·伦道夫·赫斯特是世界上有史以来最豪华的私人住宅赫氏古堡的主人。——译者注

## 心甘情愿地纳税

对于伯克希尔-哈撒韦公司1993年支付了3.9亿美元的联邦税款，巴菲特是这样解释的：

芒格和我对于这笔巨额税款没有任何怨言。我们在市场经济中开展经济活动，它对我们的努力所给予的回报已经非常慷慨，远远超出了它给予那些其产出为社会带来的利益与我们相等或甚至更多的公司的回报。税收应该能部分纠正这种不平等。但不管怎么说，我们的确得到了特殊的优待。<sup>289</sup>

巴菲特曾经写道，应对持有期在一年以下的证券交易征收100%的税收，若这一税收适用于包括机构投资者在内的所有人的话，美国的经济将更具有竞争力。因为通过这一税收迫使投资者较为长久地持有股票，美国的产业将会更加稳定。

关于如何在世界经济舞台中与那些在产业生命周期长达20年的环境中开展经营活动的外国决策者竞争，我们已经讨论了很多。为什么我们不能把我们的产业生命周期延长为至少一年呢？<sup>290</sup>

在通常情况下，芒格的立场和巴菲特是一致的，除非这一问题涉及芒格作为共和党人的政治立场。对此，芒格说：“我喜欢一定程度的社会干预（如税收、法律），这有助于消除一些资本主义的不平等，但我憎恨任何纵容欺骗的社会体系。”例如，芒格说他不主张对工人因公致伤或致残进行赔偿，因为很难剔除那些伪造的索赔。<sup>291</sup>

巴菲特反对总统乔治·布什削减税收的做法，尤其反对削减遗产税，把这称为是对“富人的税收削减”。相反，他支持削减对中低收入水平居民的课税，因为这些人才更有可能把钱用于满足当前的、不断缩水的需求，以此来刺激经济。

我听说了这则有关共和党的消息，说我们的巨额财富太惊人了，但今后我们不需要再背负巨额财富带来的沉重负担。但这则消息对我来说并没有多大意义，因为我支付的税率比我的秘书还要低……坦白地说，我认为这太不可思议了。<sup>292</sup>

巴菲特对布什削减税收政策的批判发表在2003年5月的《华盛顿邮报》上。两个星期后，财政部主管税收政策的助理秘书奥尔森发表了针锋相对

的演讲来为这一计划辩护，并补充说道：“必须指出的是，这意味着擅长玩弄税法的‘中西部圣人’，将可以放心地保留他全部的收益。”

巴菲特猜测他就是那位“中西部圣人”。他在写给股东的接下来的一封信中进行了还击：

很遗憾，我“玩弄税法的表演”不能使我登上卡耐基音乐厅的舞台，甚至也无法登上高中独奏会的舞台。我以你们和自己的名义宣布，伯克希尔-哈撒韦公司将从其2003年收入中拿出33亿美元，以纳税的形式送给财政部，这一金额相当于2003年所有美国公司支付的所得税总额的2.5%。<sup>293</sup>

巴菲特说伯克希尔-哈撒韦公司的市值只占美国股票市场市值的1%，但它却是美国纳税最多的10家公司之一。巴菲特以他一贯的幽默来结束这封信：

不过，我还是希望奥尔森女士能对我过去所做的努力给予一些赞许。回想1944年，当我还是一个年仅13岁的送报生时，第一次申报所得税，整份1040表只有3页，在减除35美元的脚踏车扣抵之后，计算出我的应纳税款为7.1美元，我将支票寄给财政部，他们未反馈任何意见便即刻兑现了这张支票。一直以来，我们都相安无事。<sup>294</sup>

2006年，伯克希尔-哈撒韦公司填写了一份多达9386页的申报表，支付了44亿美元的联邦所得税：

在过去一年里，美国政府花费了2.6万亿美元，相当于每天花费70亿美元。这就是说，伯克希尔-哈撒韦公司支付了超过半天的政府支出的所有账单，从社会安全、医疗保险直至军费开支。如果美国能有600个像伯克希尔-哈撒韦公司这样的纳税大户，所有美国人都未必支付联邦所得税或工资税了。<sup>295</sup>

我想政府对我的课税太低了，但我当然也不会自愿支付更多。<sup>296</sup>

但是，巴菲特和比尔·盖茨都说他们愿意为国家的繁荣承受更重的课税。巴菲特说如今的税收体系必须加以改进，他指出许多在伊拉克作战的士兵支付所得税的税率比他的税率还要高。

我认为这是非常不公平的。<sup>297</sup>



## 慷慨付出

世界杯期间，巴菲特宣布他将向比尔和梅琳达·盖茨基金会（BMG）捐赠310亿美元，使得该基金会的规模达到600亿美元。意大利人对于足球的热情和意大利夺冠这一激动人心的事实都难敌巴菲特和盖茨——这两位世界上最富有的人的风头。电视上充斥着与他们有关的新闻，意大利以及全世界都对巴菲特的能力以及对慈善事业的慷慨肃然起敬。

巴菲特把自己财富的85%投入有意义的事业（另外60亿美元直接捐赠给巴菲特家族的各个基金会）是美国历史上最慷慨的捐赠行为。他的这一行为使得之前美国的两位慈善家铁路大亨安德鲁·卡耐基和石油巨头约翰·洛克菲勒的捐赠相形见绌。按照2006年的美元币值衡量，卡耐基基金的规模为41亿美元，而洛克菲勒基金的规模为76亿美元。《基督教科学箴言报》把此次巴菲特和盖茨的合作誉为新的“慈善事业的黄金时期”的黎明。

《财富》杂志的主编卡罗尔·卢米斯就此事详尽地采访了巴菲特，问他：“世界上第二富有的人捐赠了数不清的钱给世界上第一富有的人，是不是具有一定的讽刺意味呢？”对此，巴菲特回答道：

如果您要这么理解的话，听起来似乎真的很有趣。但事实上，我只是通过他以及梅琳达进行捐赠，而不是把这些钱给他。<sup>298</sup>

多年来，巴菲特一直承受着关于他过于吝啬的指责。人们指责他有这么多钱，却很少给予那些需要钱的人。早年，巴菲特和妻子苏珊成立了一个基金会，开展慈善工作，但基金会的规模实在太小。

事实上，那时巴菲特还没有准备好。他仍然全神贯注地致力于建立并巩固伯克希尔-哈撒韦公司的地位和实力。而且，巴菲特从不认为派送自己的财富是他的义务。他一直不善于花钱，而擅长于赚钱，他认为要先创造财富，也就是说要先做一个更大的馅饼，今后才可以慢慢享用。

我认为能以非常高的速度积聚财富的人，才是那些能在长达20年的时间里，坚持致力于慈善事业的人。而那些只能以较低速度积聚财富的人应该只能致力于当前的慈善事业。<sup>299</sup>

但苏珊的去世使巴菲特打算让苏珊管理基金会的计划全盘落空。

如果我先于苏珊去世的话，她可能已经开始分配我们的财富，巴菲特

基金也可能已经成倍扩张，达到一个非常大的规模。我突然意识到现在就有有一个规模巨大的基金，它应该能高效地运用我的钱。 300

巴菲特决定支持盖茨的基金会而不是支持自己的基金会，从理念上来说是独树一帜的，同时与他的商业实践又是一脉相承的。他从不开办新的公司，只投资于现有公司的股票或全面收购成功的公司。巴菲特告诉盖茨：

我希望BMG捐赠所秉承的原则是进行深度的扩展而非广度的扩展。你承诺只对少数几个非常重要但资金不足的项目进行捐赠，我相信这一策略会使你的预期目标收到良好效果的可能性非常高。 301

拥有如此巨额、可供运作的资金，巴菲特和盖茨的这一合作举世瞩目。巴菲特的捐赠使BMG的规模几乎是美国第二大慈善基金——福特基金会规模的6倍。BMG的预算和财力甚至超过了世界卫生组织的预算和财力。如果BMG是一个国家的话，它拥有的资产将使它成为世界上第55大经济体，甚至超过了产油国科威特的经济规模。

仅仅第一年，巴菲特的捐赠将使BMG的年度捐赠金额增加15亿美元。如果伯克希尔-哈撒韦的股价持续上涨的话，这一数字还将进一步增加。

研究慈善事业的著名教授乔尔·奥罗兹（Joel J.Orosz）在位于密歇根州大湍流市的雄谷州立大学的一次演讲中说：“从未有人尝试管理规模高达600亿美元的基金。至今为止，我们从未拥有规模如此巨大、影响力如此之大的基金。” 302

比尔·盖茨和梅琳达·盖茨说他们对巴菲特的这一决定肃然起敬，希望他能成为基金会的董事会成员。他们说：“巴菲特不仅拥有令人称奇的智慧，还富有强烈的正义感。巴菲特的智慧将帮助我们把工作做得更好，与此同时，使工作的过程变得更富乐趣。” 303

巴菲特一直强调他希望他们能不拘一格地分配他的财富：

我希望我的基金管理人能集中捐助几个无法得到正常资助，但对于社会来说却是非常重要的项目。我告诉他们如果他们捐给这家医院50万美元，又捐给那家学校50万美元的话，我不得不监督他们的捐赠行为。但如果他们在符合上述标准的项目上一掷千金，我会松一口气：谢天谢地，他们终于做对了。 304

由于巴菲特对不同基金会的巨额捐赠是在长达20年的时间跨度内逐渐兑现的，他的捐赠行为对人们传统观念带来的震撼得以逐渐削弱。

尽管强大的巴菲特和盖茨之间的结盟在减轻痛苦、病痛、损失和剥削等方面的潜能令人震撼，但仍然备受争议。英国《卫报》这样总结这一事件的影响：“对于许多非洲国家的卫生部部长来说，向盖茨基金会提交计划要比向西方国家寻求援助更重要。如此大权在握是不是一件好事呢？盖茨先生和巴菲特先生是否会排挤其他人对慈善事业的付出呢？事实上，盖茨基金会的规模确实是对那些企图私下对公共医疗卫生事业进行私有化的人的一种威慑。”

“没有人会质疑盖茨先生或巴菲特先生的动机，”《卫报》文章继续写道，“但一些激进分子害怕他们的慷慨会使得其他一些公众的努力白费。一些学术周刊已经探讨了盖茨基金会选择支持一条科考线路而不支持另一条科考线路会如何扭曲学术研究的优先权。由于私人基金会在决策方式以及选择优先支持对象方面缺乏社会责任感，它们会不会损害公共福利呢？他们还认为基金会会破坏强化政府角色的努力——尽管有时强化政府角色并不见得总是好事。”<sup>305</sup>

在这篇文章中，《卫报》承认政府并不总是致力于改善社会福利，政府对于一些值得资助的项目的资助令人难以捉摸，政府对干细胞研究的资助就是一个例子。公众一致认为政府对该项目的资助进展缓慢、令人不满。此外，政府的优先资助对象也会发生改变。20世纪后期及21世纪的最初几年，政府增加了对美国国家卫生研究所的预算。到2006年，联邦政府的资助一直维持在每年280亿美元左右。但据《华尔街日报》报道，布什政府计划削减资助金额，这是20世纪70年代以来政府首次削减对美国国家卫生研究所的预算。

然而与少数保守派的言论相比，《卫报》那篇文章的评论还是比较温和的。资本研究中心撰文尖锐地指出：“巴菲特及其家族选择涉足这么多公共事业实在是不明智的做法。他的一些钱用于资助保护某些动物种群的慈善事业，一些钱用于支持一些激进的环境保护组织去威胁那些破坏某些树种的公司，一些钱用于资助致力于研究通过使妇女避孕来减少人口的组织。最坏的事情就是巴菲特实在是太有钱了，他只要从手指缝里抠出一点钱，就足够他的整个家族为各自的个人兴趣而挥霍。他向慈善机构捐出了数十亿美元，既捐助了一些值得捐助的项目，也捐助了一些毫无价值的项目。我们把这称为慈善事业的耻辱和光荣。”<sup>306</sup>

## 有关慈善捐赠的想法

当巴菲特宣布对苏珊·汤普森·巴菲特基金会以及其他家庭成员的基金会再次进行捐赠时，他提出了一些关于如何最有效地运用这些钱的想法（但并非指导性意见）：<sup>307</sup>

- 只进行少数意义重大的资助活动。
- 只关注于那些缺乏你们的资助就无法得到满足的捐助请求。相反，避免对许多能获得其他资助的组织进行小额捐赠，因为即使没有你们的捐赠，它们也能运行良好。
- 对于一些重要的项目，你们要视作为自己的同胞手足工作。
- 关注家乡的社团，但同样赞成更为宽广的视野。
- 根据它们是否符合你的目标以及它们的成功概率来判断一个项目是否值得捐助，千万不要根据提交申请的这个人做出判断。
- 不要害怕犯错误。如果你总是战战兢兢、裹足不前，永远不会做成任何事情。

### 比尔和梅琳达·盖茨基金会究竟在做些什么呢？

从许多方面看，巴菲特和盖茨家族戏剧性的、出人意料的合作是一次令人欢欣鼓舞的举动。当然，其中最重要的原因是，比尔和梅琳达已经通过致力于改造世界的捐赠活动为自己赢得了声誉。巴菲特把钱交到他们手中，这些钱的用途已经昭然若揭。这些钱不会用于举办舞会、赞助交响乐或歌剧演出，也不会用于资助一家商学院，以便让巴菲特的大名在学院的门厅里流芳百世。这些钱将用于改善全世界人民的健康、教育以及根除饥饿。换言之，它将用于解决社会问题，它将撒播到地球的每一个角落，但主要用于帮助美洲国家以及第三世界国家。

引导盖茨基金会的简单信念是“每一个生命拥有相同的价值”。比尔·盖茨说基金会的一些钱将用于为每一位美国孩子提供第一流的教育。“这一目标能不能在我们的有生之年实现呢？我会乐观地说，‘一定能实现’。”<sup>308</sup>

基金会还资助世界上最具传染性的三大疾病疟疾、艾滋病和肺结核的

疫苗研究。梅琳达·盖茨补充说道：“我做梦都希望我们在有生之年看到艾滋病疫苗研究成功。”<sup>309</sup>

“有了巴菲特捐赠的这笔钱，我们能进一步推进我们的工作，”梅琳达·盖茨说，“如今，我们可以不止在一个国家开展研究工作，可以同时在这5个国家开展工作。巴菲特的钱让我们能把对于人类健康状况的改善扩展到全世界。”<sup>310</sup>

虽然BMG以解决一些重大问题而闻名，例如艾滋病疫苗研发、第三世界国家孩子的疫苗接种、根除世界范围内的饥饿以及改善美国日益滑坡的教育水准等，它还非常乐于满足一些相对较小的群体的迫切需求。例如，在破坏性极大的2006年5月爪哇地震发生后，BMG向救助儿童会捐赠50万美元用于灾后救援。它目前正在墨西哥海湾重建被卡特里娜飓风摧毁的图书馆。前几年，BMG甚至还为内布拉斯加州一个小镇兴建了一座全新的棒球场，因为那里的孩子除了打棒球之外，没有任何娱乐。

BMG早期所做的一些工作的成果有目共睹。据估计，自从全球疫苗免疫联盟（GAVI）在BMG的资助下于2000年成立以来，已经拯救了170万人的生命。<sup>311</sup>

虽然盖茨因其致力于改造社会的工程而受到一些批评，但绝大多数人都尊重他所付出的努力。在一次由哈里斯互动调查公司（Harris Interactive）和《华尔街日报》联合组织的关于最佳和最差公司的调查中，盖茨的慈善事业使微软排在第一位。



## 巴菲特的捐赠是否会影响伯克希尔-哈撒韦公司

巴菲特说把他自己的伯克希尔-哈撒韦公司股份捐赠给慈善机构不会对公司的股价产生任何影响：

认识我的人都知道我如何迫切地希望伯克希尔-哈撒韦公司能尽可能地接近完美，这一目标不会改变。我不会做任何偏离这一目标的事情，因为这是我唯一的努力方向。<sup>312</sup>

在一封写给家族成员，宣布再次对他们的基金进行捐赠的信中，巴菲特向他的继承人保证伯克希尔-哈撒韦公司将一直是一部强大的投资机器：

我把伯克希尔-哈撒韦公司看作能支持基金长期稳定的理想资产。<sup>313</sup>

一直以来，巴菲特最大股东的地位是公司内在的稳定力量，因为他持有大部分股份，出售的只是其中的一小部分。比较有代表性的是，伯克希尔-哈撒韦公司股票的换手率一年只有15%，这对于一只大盘股来说，是非常低的。根据巴菲特的计划，这些捐赠将在20年内陆续兑现，他将逐步放松他对于公司的控制，以便投资者和华尔街能逐渐适应这种改变。然而，即使每年所有他捐赠的股票都被出售，该公司股票的换手率也只有17%。巴菲特还指出，随着他和苏珊所持有的股票进入市场，股票的流动性将增加，使得伯克希尔-哈撒韦公司的真实市场价值变得更为明显。

## 结束语

出版商、书店老板、投资者、忠实追随者和效仿者一直都期待巴菲特能自己写一本书。1973年，巴菲特开始和一位合著者——《财富》杂志的主编、作家卡罗尔·卢米斯（Carol J.Lommis）

讨论这一事宜。在1989年写给卢米斯的一封信中，他写道：

目前最大的问题是——撇开时间的延迟不说——如果我真的要写一本书的话，我希望它是一本有用的书。这意味着这本书应该是关于我的一些好的想法，而且应该是一些我没有表达出来的好的想法。我最重要的一些想法都直接来源于格雷厄姆，他阐述观点要比我更透彻。

如果这本书是一本传记式的书，我相信我宁愿再等一等。我是一个乐观主义者，相信最精彩的内容总会出现。 314

虽然合作不成，卢米斯仍然是巴菲特最亲密的朋友之一，也是伯克希尔-哈撒韦公司最有权威的人之一。随着时间推移，巴菲特打消了出版自传的念头。1997年，巴菲特授权犹太大学的法律教授劳伦斯A.坎宁安（Lawrence A.Cunningham）重新整理并出版了年度信件中致股东的信。这本《巴菲特致股东的信：股份公司教程》<sup>[1]</sup>使读者不必翻遍伯克希尔-哈撒韦公司的年度信件，就能获得这些启示。

后来，出书这件事又有了新的进展。普惠公司的保险分析师艾丽丝·施罗德前所未有地被允许接近巴菲特以及伯克希尔-哈撒韦公司的经理，以完成该公司1999年的年度信件。那份年度信件成为畅销书。不久之后，施罗德便公开宣布她将写一本关于巴菲特的书，初步命名为The Snowball：How Warren Buffett Collected Friends，Wisdom，and Wealth，拟于2008年出版，巴菲特并不会参与这本书的写作。事实上，由于施罗德是一位分析师而不是记者或作家，这使人们觉得这本书将更多地关注商业元素，而缺乏人文精神，但巴菲特对这本书的出版充满期待。

[1] 该书中文版已由机械工业出版社出版。

## 附录A 伯克希尔-哈撒韦公司的账面价值和标准普尔500指数的对比



| 年份   | 年变动百分比 (%)                   |                            |                         |
|------|------------------------------|----------------------------|-------------------------|
|      | 伯克希尔 - 哈撒韦公<br>司每股账面价值 ( 1 ) | 包含股息的标准<br>普尔 500 指数 ( 2 ) | 相对比较结果<br>( 1 ) - ( 2 ) |
| 1965 | 23.8                         | 10.0                       | 13.8                    |
| 1966 | 20.3                         | ( 11.7 )                   | 32.0                    |
| 1967 | 11.0                         | 30.9                       | ( 19.9 )                |
| 1968 | 19.0                         | 11.0                       | 8.0                     |
| 1969 | 16.2                         | ( 8.4 )                    | 24.6                    |
| 1970 | 12.0                         | 3.9                        | 8.1                     |
| 1971 | 16.4                         | 14.6                       | 1.8                     |
| 1972 | 21.7                         | 18.9                       | 2.8                     |
| 1973 | 4.7                          | ( 14.8 )                   | 19.5                    |
| 1974 | 5.5                          | ( 26.4 )                   | 31.9                    |
| 1975 | 21.9                         | 37.2                       | ( 15.3 )                |
| 1976 | 59.3                         | 23.6                       | 35.7                    |
| 1977 | 31.9                         | ( 7.4 )                    | 39.3                    |
| 1978 | 24.0                         | 6.4                        | 17.6                    |
| 1979 | 35.7                         | 18.2                       | 17.5                    |
| 1980 | 19.3                         | 32.3                       | ( 13.0 )                |
| 1981 | 31.4                         | ( 5.0 )                    | 36.4                    |
| 1982 | 40.0                         | 21.4                       | 18.6                    |
| 1983 | 32.3                         | 22.4                       | 9.9                     |
| 1984 | 13.6                         | 6.1                        | 7.5                     |
| 1985 | 48.2                         | 31.6                       | 16.6                    |
| 1986 | 26.1                         | 18.6                       | 7.5                     |
| 1987 | 19.5                         | 5.1                        | 14.4                    |
| 1988 | 20.1                         | 16.6                       | 3.5                     |
| 1989 | 44.4                         | 31.7                       | 12.7                    |
| 1990 | 7.4                          | ( 3.1 )                    | 10.5                    |
| 1991 | 39.6                         | 30.5                       | 9.1                     |
| 1992 | 20.3                         | 7.6                        | 12.7                    |
| 1993 | 14.3                         | 10.1                       | 4.2                     |



(续)

| 年份                     | 年变动百分比 (%)                 |                          |                     |
|------------------------|----------------------------|--------------------------|---------------------|
|                        | 伯克希尔 - 哈撒韦公<br>司每股账面价值 (1) | 包含股息的标准<br>普尔 500 指数 (2) | 相对比较结果<br>(1) - (2) |
| 1994                   | 13.9                       | 1.3                      | 12.6                |
| 1995                   | 43.1                       | 37.6                     | 5.5                 |
| 1996                   | 31.8                       | 23.0                     | 8.8                 |
| 1997                   | 34.1                       | 33.4                     | 0.7                 |
| 1998                   | 48.3                       | 28.6                     | 19.7                |
| 1999                   | 0.5                        | 21.0                     | ( 20.5 )            |
| 2000                   | 6.5                        | ( 9.1 )                  | 15.6                |
| 2001                   | ( 6.2 )                    | ( 11.9 )                 | 5.7                 |
| 2002                   | 10.0                       | ( 22.1 )                 | 32.1                |
| 2003                   | 21.0                       | 28.7                     | ( 7.7 )             |
| 2004                   | 10.5                       | 10.9                     | ( 0.4 )             |
| 2005                   | 6.4                        | 4.9                      | 1.5                 |
| 2006                   | 18.4                       | 15.8                     | 2.6                 |
| 年均复合回报率<br>1965 ~ 2006 | 21.4%                      | 10.4%                    | 11.0%               |
| 累计回报率<br>1964 ~ 2006   | 361 156%                   | 6 479%                   |                     |

## 附录B 伯克希尔-哈撒韦公司股价概览（1962～2017年）

| 年 份              | 股价（美元）  |
|------------------|---------|
| 1962             | 7.56    |
| 1965             | 12      |
| 1977             | 120     |
| 1981             | 500     |
| 1988             | 4 200   |
| 1989             | 8 550   |
| 1996             | 38 000  |
| 1998             | 80 000  |
| 2000（互联网泡沫经济的巅峰） | 40 800  |
| 2002             | 72 750  |
| 2007             | 108 000 |
| 2008             | 96 600  |
| 2009             | 99 200  |
| 2010             | 120 450 |
| 2011             | 114 755 |
| 2012             | 134 060 |
| 2013             | 177 900 |
| 2014             | 226 000 |
| 2015             | 197 800 |
| 2016             | 244 121 |
| 2017             | 297 600 |

注：1962～2007年以年中价格或是年底价格来代表当年价格。2008年后数据来自编辑查询的历年BRK.A年底股价。

## 附录C 巴菲特活动年表

### 巴菲特和伯克希尔-哈撒韦公司传奇

**1869年：**西德尼·巴菲特在毗邻奥马哈的邓迪市开办了巴菲特父子杂货店。巴菲特家族的三代人经营这家杂货店，直至1959年结业。巴菲特和他的合伙人芒格在孩提时代都曾先后在那里工作过，但他们当时并没有碰上，直至成年后才相遇。

**1888年：**哈撒韦制造公司在马萨诸塞州的新贝德福德市成立，是一家棉纺厂。华尔街臭名昭著的“女巫”希提·格林（Hettie Green）出任该公司董事。1955年，哈撒韦制造公司与伯克希尔精品针织联合公司合并，成为伯克希尔-哈撒韦公司。

**1930年：**当年8月30日，股票经纪商霍华德·巴菲特和妻子利拉的儿子沃伦·爱德华·巴菲特于奥马哈出生。

**1941年：**11岁的巴菲特和姐姐多丽丝合伙买进他生平第一只股票——以38美元/股的价格买进6股城市服务公司的优先股。巴菲特以40美元/股的价格卖出后不久股价就上涨到200美元/股。

**1943年：**巴菲特告诉一位朋友，他要在30岁之间成为百万富翁，否则就从奥马哈最高的建筑上跳下去。

**1945年：**巴菲特按照自己精心设计的一条路线派送报纸，每月大约赚175美元。14岁时，他花了1200美元在内布拉斯加州买了40英亩农田。

**1947年：**还是一名高中生的巴菲特和朋友合伙买了一部弹球机，他们把机器放在一家理发店里。当生意扩大到三部机器时，他们把机器卖了，得了1200美元。

**1949年：**巴菲特从宾夕法尼亚大学沃顿商学院退学，进入内布拉斯加州林肯分校学习。

**1950年：**在花了3年时间完成大学学业后，巴菲特的积蓄增加到9800美元。他向哈佛商学院递交了入学申请，遭到拒绝，于是便进入哥伦比亚大学继续深造，在那里他师从投资大师格雷厄姆和戴维·多德。

**1951年：**在获悉格雷厄姆教授是政府雇员保险公司的董事之后，巴菲

特前往政府雇员保险公司总部，凭着自己的执着，他从该公司未来的总裁那里学到了关于保险行业的重要一课。

**1951年：**在获得哥伦比亚大学硕士学位后，巴菲特申请到格雷厄姆的投资公司工作。但格雷厄姆却认为当时不是进入该行业的合适时机，拒绝了他的请求。于是巴菲特回到奥马哈在他父亲的公司里工作。在此期间，巴菲特收购了一家德古士加油站，但这一投资以失败告终。他还参加了戴尔·卡耐基的演讲课程培训，晚上在内布拉斯加州大学教授投资学课程。

**1952年：**巴菲特和一位当地大学教授的女儿苏珊·汤普森结婚。苏珊是巴菲特姐姐在西北大学时的室友。

**1954年：**巴菲特一直和格雷厄姆保持密切联系。格雷厄姆的想法发生了改变，终于同意让巴菲特到自己的公司工作。于是巴菲特带着妻子苏珊和孩子举家迁往纽约。

**1956年：**格雷厄姆退休了，结束了格雷厄姆-纽曼合伙公司。到那时为止，巴菲特已经积累了14万美元。他回到奥马哈，用自己的100美元以及从家族和朋友中筹集到的105000美元成立了自己的合伙公司。格雷厄姆把许多自己以前的顾客介绍给巴菲特。

**1959年：**有人介绍巴菲特认识了一位土生土长的奥马哈人——芒格。他和芒格很快便成为合作伙伴，查理后来成为伯克希尔-哈撒韦公司的副主席。

**1962年：**巴菲特合伙股份公司开始买进伯克希尔-哈撒韦公司的股票。当时伯克希尔-哈撒韦公司已经成为一家大型纺织品制造商，但整个纺织行业在走下坡路。伯克希尔-哈撒韦公司的股价大约为8美元/股，远远低于它的净值。

**1965年：**巴菲特控股了伯克希尔-哈撒韦公司，任命肯·蔡斯（Ken Chase）为公司新的总裁。

**1967年：**伯克希尔-哈撒韦公司首次，也是唯一一次支付股息：10美分/股。

**1969年：**虽然1968年是他的合伙公司最成功的一年，巴菲特却说他再也无法找到合适的投资对象。他关闭了合伙公司，清算了公司资产。在所有资产中，他自己仅留下了伯克希尔-哈撒韦公司的股票。之后不久，他开始着手把伯克希尔-哈撒韦公司改造为一家控股公司。

1970年：巴菲特写了致股东的第一封信。

1970年：巴菲特和凯瑟琳·格雷厄姆联系，告诉她他打算大举收购《华盛顿邮报》的股票，但他绝不是一个掠夺式的投机者。他们之间的深厚友谊由此开始。

1977年：苏珊·巴菲特搬到旧金山独自生活。但这对夫妇并没有离婚，还经常一起旅行、参加家庭聚会。苏珊还一直在伯克希尔-哈撒韦公司董事会任职，直至去世。

1979年：巴菲特的净资产达到6.2亿美元，首次进入《福布斯》400富豪榜。他开始投资ABC公司，这是一家电视公司，如今已经成为迪士尼的子公司。

1988年：巴菲特开始买进可口可乐公司的股票，这些股票后来成为伯克希尔-哈撒韦公司核心资产的一部分。

1992年：巴菲特这一年的大部分时间都待在华盛顿担任所罗门兄弟公司的主席。他接手了这个谁也不愿接手的“烫手山芋”，处理与该公司非法政府债券交易有关的各项事宜，最终挽救了所罗门兄弟公司。

1993年：巴菲特在《福布斯》富豪排行榜跃至第一位，比尔·盖茨屈居第二。

1995年：伯克希尔-哈撒韦公司冲销了对于全美航空高达2.585亿美元的投资。

1996年：巴菲特决定发行伯克希尔-哈撒韦公司B股，以此打击那些机会主义者，机会主义者通过建立共同基金，为那些没有能力支付38000美元甚至更高价格来买进一股伯克希尔-哈撒韦公司股票的投资人提供投资便利。此外，伯克希尔-哈撒韦公司还建立了网站[www.berkshirehathaway.com](http://www.berkshirehathaway.com)。

1998年：巴菲特收购了1.297亿盎司的白银，相当于世界已开采总量的30%。他以4.32美元/盎司的价格买进绝大多数白银期货合约，这一价格是650年以来的最低价。到2007年为止，白银的价格增加了3倍。同年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了大型再保险公司——通用再保险公司。

2000年：投资者热烈追捧高科技公司以及互联网公司的股票，他们嘲弄伯克希尔-哈撒韦公司为“低科技”股票，这一被誉为“巨大的泡沫”的市场



过热，于当年3月10日结束。

**2001年：**伯克希尔-哈撒韦公司的保险部门由于对“9·11”世贸中心遭到恐怖袭击进行赔付，一共损失了22亿美元。

**2004年：**在接受了口腔癌症的治疗之后，苏珊·巴菲特因中风去世，留下了价值26亿美元的遗产，其中主要是伯克希尔-哈撒韦公司的股票。

**2005年：**伯克希尔-哈撒韦公司的保险部门由于卡特里娜飓风、丽塔飓风和威尔玛飓风造成高达25亿美元损失。

**2006年：**巴菲特把大部分财富捐给了慈善事业，其中85%捐给了比尔和梅琳达·盖茨基金会，其余的一些捐给了以他三个孩子名义分别成立的基金会，这些捐款将在20年内逐渐兑现，这是美国历史上规模最大的捐赠。与此同时，伯克希尔-哈撒韦公司一年之内净资产增加169亿美元，若不考虑并购因素，这刷新了美国公司年均增长的记录。这一年，在生日的那天，巴菲特终于和他长期的伴侣——阿斯特丽德·门克斯成婚。

## 注释

### 绪论

1. “The New Establishment 50,” *Vanity Fair*, October 1995, p. 280.
2. Ibid.
3. “In from the Cold,” *The Economist*, May 23, 1992, p. 86.
4. Bill Gates, “What I Learned from Warren Buffett,” *Harvard Business Review*, January/February 1996.
5. Bob Reilly, “The Richest Man in America,” *USWest*, Autumn 1987, p. 2.

### 第1章

1. L. J. Davis, “Buffett Takes Stock,” *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16. (Modified later by Buffett letter to author.)
2. Bob Reilly, “The Richest Man in America,” *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
3. L. J. Davis, “Buffet Takes Stock,” *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
4. Bob Reilly, “The Richest Man in America,” *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
5. Robert McMorris, “Unparsimonious Billionaire Puzzled by Warren Buffett,” *Omaha World-Herald*, December 3, 1987, p. B1.
6. Linda Grant, “Striking Out at Wall Street,” *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
7. William D. Orr and Pamela Holloway-Eiche, *First Gentleman's Cookbook* (Lincoln, NE: William D. Orr, 1987), p. 178.

8. Ann Hughey, "Omaha's Plain Dealer," *Newsweek*, April 1, 1985, p. 56.
9. *Forbes 400*, October 24, 1988, p. 155.
10. *New York Times*, May 20, 1990, as reported in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 568.
11. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 3, 1985, p. 1.
12. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 81.
13. David C. Churbuck, "Games Grown-ups Play," *Forbes*, December 19, 1994, p. 308.
14. Bill Gates, *The Road Ahead* (New York: Viking Press, 1995), pp. 207–208.
15. Video prepared for and played at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
16. "Billionaires," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 112.
17. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
18. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
19. Warren Buffett, 1986 Capital Cities/ABC management conference.
20. Warren Buffett, "Oil Discovered in Hell," *Investment Decisions*, May 1985, p. 22.
21. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
22. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
23. Sue Baggarly interview with Warren Buffett, WOWT-TV, Channel 6, Omaha, October 14, 1993.
24. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
25. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 2000.
26. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
27. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
28. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
29. Warren Buffett speech at Emory Business College, November 1989, as reported in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994).
30. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.



31. *Forbes 400*, October 28, 1985, p. 118.
32. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
33. Patricia Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
34. "The Oracle of Omaha Visits SBPM," *GW Business News*, 2003, [www.gwu.edu/business](http://www.gwu.edu/business).
35. Warren Buffett, Shaw Industries Convention, March 30, 2001.
36. John Rothchild, "How Smart Is Warren Buffett?" *Time*, April 3, 1995, p. 54.
37. Joshua Kennon, "Warren Buffett Timeline," *Investing for Beginners*, About.com.
38. Robert Dorr, "Buffetts Have Become 1st Billionaires in State," *Omaha World-Herald*, July 28, 1985, p. 1.
39. Alan Gersten, "Buffett Ranks 8th as 'Biggest Stakeholder,'" *Omaha World-Herald*, July 16, 1986, p. 29.
40. "Billionaires," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 112.
41. Art Buchwald, "The Burden of Being Second Best," *Los Angeles Times*, July 20, 1995, p. E4.
42. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 111.
43. Mark M. Colodny, "Warren Buffett's Tuffest Critic," *Fortune*, June 3, 1991, p. 211.
44. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 237.
45. Kilpatrick, *Of Permanent Value*, p. 386.
46. Kathy McCormack, "Buffett's Crisis Control: Lay It Out as You See It," *San Diego Union*, September 3, 1992. (Modified later by Buffett letter to author.)
47. Liz Smith, "Lifestyles' Catches Elusive Billionaire," *New Jersey Star Ledger*, November 4, 1992.
48. "Warren Buffett Talks Business," PBS TV program produced by the University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
49. Ibid.
50. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 2002.
51. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 46.
52. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.



53. John Train, *The Money Masters* (New York: Harper & Row, 1980), p. 5.
54. Brett Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?" *Fortune*, 1990 *Investor's Guide*, p. 98.
55. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
56. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
57. Beth Botts, et al., "The Corn-fed Capitalist," *Regardie's*, February 1986.
58. Interview with author, May 25, 1993.
59. Interview with Sue Baggarly, WOWT-TV, Omaha, October 14, 1993.
60. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
61. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
62. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 65.
63. "Investor Buffett's Speculations Reap Artistic Returns," *Omaha World-Herald*, May 30, 1985, p. 1.
64. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
65. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
66. From a video made for and shown at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
67. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 72.
68. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
69. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 112.
70. Robert McMorris, "Leila Buffett Basks in Value of Son's Life, Not Fortune," *Omaha World-Herald*, May 16, 1987, p. 17.
71. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
72. Bill Kaufman, "Meet Warren Buffett's Daddy," *The American Enterprise*, July/August 2003, p. 48.
73. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
74. Robynn Tysver, "Warren Buffett Hits Campaign Trail," *San Diego*





- Union-Tribune*, October 16, 1994, p. I-1.
75. *Chicago Tribune*, November 20, 2003, p. 1.
76. "The Money Men: How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 82.
77. Warren Buffett, "What We Can Learn from Phil Fisher," *Forbes*, October 19, 1987, p. 40.
78. Alan Deutschman, "Bill Gates' Next Challenge," *Fortune*, December 28, 1992, p. 31.
79. Ibid.
80. Interview with author, Omaha, May 25, 1993.
81. SEC File No. HO-784, Blue Chip Stamps, et al./Warren Buffett, letter to Charles N. Huggins, December 13, 1972.
82. CNBC interview prior to Berkshire Hathaway annual meeting, 1999.
83. From a video prepared for and shown at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
84. Warren Buffett, "The 3 Percent Solution," *Washington Post*, September 14, 1993, p. A21.
85. *Forbes 400*, October 19, 1992, p. 93.
86. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
87. John Huey, "The World's Best Brand," *Fortune*, May 31, 1993, p. 44.
88. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
89. Berkshire Hathaway annual meeting, 1987.
90. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
91. Robert Dorr, "Furniture Mart Handshake Deal," *Omaha World-Herald*, September 15, 1993, p. E1.
92. Beth Botts, et al., "The Corn-fed Capitalist," *Regardie's*, February 1986, p. 53.
93. Ibid., p. 45.
94. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
95. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1985, p. 52.
96. Michael Kelly, "Mrs. B. Cruises into Year 100," *Omaha World-Herald*, December 17, 1992, p. 17SF.
97. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991.
98. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York*

*Magazine*, April 22, 1985, p. 52.

99. John R. Hayes, "The Oversight Was Understandable," *Forbes*, April 26, 1993.
100. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 429.

## 第2章

1. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
2. Ibid.
3. Adam Smith, *Supermoney* (New York: Random House, 1972), p. 198.
4. "Ah-nold teams up with Buffett," CNNMoney.com, August 13, 2003.
5. "The Oracle of Omaha visits SBPM," *GWBusiness News*, [www.gwu.edu/business](http://www.gwu.edu/business).
6. Carolyn Said, "Actor gets expert help on finance: Warren Buffett, 'Sage of Omaha,' is world's second-richest man, crackerjack investor," *San Francisco Chronicle*, August 14, 2003, [www.sfgate.com](http://www.sfgate.com).
7. Office of the Governor, Arnold Schwarzenegger web site, "Workers' Compensation Reform," <http://gov.ca.gov>.
8. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
9. Robert Dorr, "Ex-Omahan Traded Law for Board Room," *Omaha World-Herald*, August 31, 1977, p. B1.
10. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
11. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "The Not-So-Silent Partner," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.
12. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
13. John Train, *The Midas Touch* (New York: Harper & Row, 1987), p. 70.
14. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p.489.
15. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes* 400 October 18, 1993.
16. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "Meet Charlie Munger," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.
17. Brett Duval Fromson, "And Now, a Look at the Old One," *Fortune*, 1990 *Investor's Guide*, p. 98.

18. Robert Lenzner, “Warren Buffett’s Idea of Heaven: I don’t have to work with people I don’t like,” *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
19. Robert Dorr, “Buffett’s Right-hand Man,” *Omaha World-Herald*, August 10, 1986, p. 1.
20. Robert Lenzner and David S. Fondiller, “Meet Charlie Munger,” *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.
21. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
22. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996. (Modified later by Buffett letter to author.)
23. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 75.
24. Robert Dorr, “Ex-Omahan Traded Law for Board Room,” *Omaha World-Herald*, August 3, 1977, p. B1.
25. Carol J. Loomis, “The Inside Story of Warren Buffett,” *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.

### 第3章

1. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
2. Kim Winston, "Most Inspiring Person of the Year 2006—Warren Buffett," Beliefnet, [www.beliefnet.com](http://www.beliefnet.com).
3. Robynn Tysver, "Warren Buffett Hits Campaign Trail," *San Diego Union-Tribune*, October 16, 1994, p. I-1.
4. "Exclusive: Buffett Kids React to Dad's Donation," *Good Morning America*, ABC News, June 29, 2006.
5. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
6. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
7. "Exclusive: Buffett Kids React to Dad's Donation," *Good Morning America*, ABC News, June 29, 2006.
8. Michael Kelly, "Susie Funny Like Her Dad," *Omaha World-Herald*, May 26, 1996, p. B1.
9. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
10. *Outstanding Investor Digest*, March 6, 1989, p. 4.
11. Carol J. Loomis, "A Conversation with Warren Buffett," *Fortune*,

June 25, 2006.

12. Jeff Bailey, "Buffett Children Emerge as a Force in Charity," *New York Times*, July 2, 2006.
13. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
14. Michael Kelly, "Susie Funny Like Her Dad," *Omaha World-Herald*, May 26, 1996, p. B1.
15. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as Big Game," *Omaha World-Herald*, March 24, 1985, p. 1.
16. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times*, Sunday, April 7, 1991, p. 36.
17. Letter to Susan A. Buffett from Warren E. Buffett, June 26, 2006, posted in various places on the Internet.
18. Pat Milton, "Buffett Gift to Help Improve Education," Associated Press, June 2006.
19. Cliff Kincaid, "The Media Adore Warren Buffett," Accuracy in Media, 2006, [www.aim.org/media\\_monitor](http://www.aim.org/media_monitor).
20. Jonathan McClellan and Robert Huberty, "Warren Buffett's Philanthropy," *Foundation Watch*, Capital Research Center, October 2006, p. 1.
21. "An-nold teams up with Buffett," CNNMoney.com, August 13, 2003.
22. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
23. *Outstanding Investor Digest*, March 6, 1989, p. 8.
24. *Outstanding Investor Digest*, June 23, 1989, p. 16.
25. John Train, *The New Money Masters* (New York: Harper & Row, 1989), p. 55.
26. Bill Gates, *The Road Ahead* (New York: Viking Press, 1995), pp. 240–241.
27. John Train, *The Midas Touch* (New York: Harper & Row, 1987), p. 2.
28. David Elsner, "It Works: Buying \$1 for 40 cents," *Chicago Tribune*, December 8, 1985, p. 1.
29. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1983, p. 52.
30. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
31. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.



32. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 40.
33. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
34. Ibid.
35. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985, p. 1.
36. Al Pagel, "Susie Sings for More than Her Supper," *Omaha World-Herald*, April 17, 1977.
37. Ibid.
38. Ibid.
39. Ibid.
40. Matt Schudel, "Susan T. Buffett, 72, Dies: Wife of Billionaire Investor," *Washington Post*, July 30, 2004, p. B6.
41. Beth Botts et al., "The Corn-fed Capitalist," *Regardie's*, February 1986, p. 45.
42. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy Sage Masks Tough, Polished Man," *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.
43. Jonathon McClellan and Robert Huberty, "Warren Buffett's Philanthropy," *Foundation Watch*, Capital Research Center, October 2006, p. 4.
44. Warren Buffett letter to the board of directors, Susan Thompson Buffett Foundation, June 26, 2006.
45. Robert McMorris, "Unparsimonius Billionaire Puzzled by Warren Buffett," *Omaha World-Herald*, December 3, 1987. (Modified later by Buffett letter to author.)
46. Robert McMorris, "Leila Buffett Basks in Value of Son's Life, Not Fortune," *Omaha World-Herald*, May 16, 1987, p. 17.
47. Sue Baggarly interview, WOWT-TV Omaha, October 14, 1993.
48. Robert McMorris, "Leila Buffett Basks in Value of Son's Life, Not Fortune," *Omaha World-Herald*, May 16, 1987, p. 17.
49. Ibid.
50. Ibid.
51. Linda Sandler, "Buffett's Savior Role Lands Him Deals Others Can't Get," *Wall Street Journal*, August 14, 1989, p. C1.
52. Robert McMorris, "Unparsimonious Billionaire Puzzled by Warren Buffett," *Omaha World-Herald*, December 3, 1987.
53. Ron Suskind, "Legend Revisited: Warren Buffett's Aura as Folksy



Sage Masks Tough, Polished Man,” *Wall Street Journal*, November 8, 1991, p. 1.

54. Michael Lewis, “The Temptation of St. Warren,” *The New Republic*, February 17, 1992, p. 23.

## 第4章

1. Warren Buffett interview with author, Omaha, May 25, 1993.
2. Speech given by Warren Buffett at Columbia Graduate School of Business, October 27, 1993.
3. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.
4. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 20.
5. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
6. Robynn Tysver, "Warren Buffett Hits Campaign Trail," *San Diego Union-Tribune*, October 16, 1994, p. I-1.
7. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
8. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985.
9. "Eye," *Women's Wear Daily*, October 10, 1985, p. 10.
10. *Forbes 400*, October 22, 1990, p. 122.
11. Jonathan Liang, "Investor Who Piled Up \$100 Million in the '60s Piles Up Firms Today," *Wall Street Journal*, March 31, 1977, p. 27.
12. Berkshire Hathaway annual meeting, 1988.
13. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 34.
14. "How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 82. (Modified later by Buffett letter to author.)
15. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1985, p. 52.
16. John Train, *The Midas Touch* (New York: Harper & Row, 1987), p. 5.
17. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
18. "Expert on Investing Plans to Slow Down," *Omaha World-Herald*, February 25, 1968, p. 1. (Modified later by Buffett letter to author.)
19. Adam Smith, *Supermoney* (New York: Random House, 1972), p. 182.



20. David A. Vise and Steve Coll, "Buffett-watchers Follow Lead of Omaha's Long-term Stock Investor," *Washington Post*, October 2, 1987, p. D1.
21. "How to Live with a Billion," *Fortune*, September 11, 1989, p. 50.
22. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
23. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
24. Ibid., p. 24.
25. "ABC Affiliates Hear Network's Fall Strategy," *Broadcasting*, June 9, 1986, p. 22.
26. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
27. Larry van Dyne, "The Bottom Line on Katharine Graham," *The Washingtonian*, December 1985, p. 204.
28. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
29. Ibid., p. 24.
30. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
31. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
32. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 2004), p. 367.
33. Ibid., p. 102.
34. Ann Hughey, "Omaha's Plain Dealer," *Newsweek*, April 1, 1985, p. 56.
35. Jim Rasmussen, "Brother, Can You Spare a Million?" *Omaha World-Herald*, October 10, 1993, p. 1A.
36. Associated Press, "Warren Buffett, Used Car Salesman?" February 13, 2007.
37. Berkshire Hathaway annual meeting, 1989.
38. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 286.
39. *Forbes 400*, October 19, 1992, p. 93.
40. Robert Dorr, "Buffett Plans to Shut Down Finance Firm," *Omaha World-Herald*, June 2, 1969.

## 第5章

1. “Buffett Report Makes *Times* List,” *Omaha World-Herald*, April

- 22, 1985, p. B1.
2. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
3. Ibid.
4. Gordon Matthews, "Wells' Stock Continues to Climb on Speculation Buffett Is Buying," *American Banker*, November 10, 1992, p. 16.
5. "Omahan Mum on His Ideas for Grinnell's Investments," *Omaha World-Herald*, July 18, 1980.
6. Salomon Inc.: A report by the chairman on the company's standing and outlook, *New York Times*, October 29, 1991.
7. Ibid.
8. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
9. Ibid.
10. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
11. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
12. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
13. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
14. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
15. Robert Dorr, "Early Faith Made Many 'Buffett Millionaires,'" *Omaha World-Herald*, May 5, 1986, p. 1.
16. Judith H. Dobrzynski, "Warren's World," *Business Week*, May 10, 1993, p. 30.
17. Salomon Inc.: A report by the chairman on the company's standing and outlook, *New York Times*, October 29, 1991.
18. Patrick J. Reilley, "Closing Down Buffett's Buffet," *Foundation Watch*, Capital Research Center, January 2004, p. 4.
19. "Now Hear This," *Fortune*, January 10, 1994, p. 20.
20. Salomon Brothers annual meeting, New York, May 1992.
21. Ibid.
22. Jeff Hull, "Insights on Warren Buffett—the Man, the Mogul, the Mentor, Video Ventures Inc., 2003.
23. John Train, *The Money Masters* (New York: Harper & Row, 1980), p. 23.
24. Ibid.
25. *Outstanding Investor Digest*, May 24, 1991.
26. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
27. Warren Buffett, letters to shareholders, Berkshire Hathaway

- annual report, 2005, p. 79.
28. “Warren Buffett Talks Business,” University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
  29. Robert G. Hagstrom Jr., *The Warren Buffett Way* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994), p. v.
  30. Robert Lenzner, “Warren Buffett’s Idea of Heaven: I don’t have to work with people I don’t like,” *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
  31. Carol J. Loomis, “The Inside Story of Warren Buffett,” *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
  32. [en.thinkexist.com/quotes/alice\\_schroeder](http://en.thinkexist.com/quotes/alice_schroeder).
  33. Warren Buffett, letter to Mr. and Mrs. William H. Gates III, June 26, 2006, widely circulated on the Internet.

## 第6章

1. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.
2. "The Forbes Four Hundred Billionaires," *Forbes 400*, October 27, 1986.
3. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 20.
4. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
5. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
6. Berkshire Hathaway annual meeting, 1988.
7. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
8. Ibid.
9. "Warren Buffett Is in Stocks Anyway," *Fortune*, May 1977, p. 253.
10. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, p. 23.
11. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 24, 1985.
12. Adam Smith, *Supermoney* (New York: Random House, 1972), p. 181.
13. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.



14. Warren Buffett correspondence to Benjamin Graham, July 17, 1970.
15. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
16. Ibid.
17. Buffett interview with the author, Omaha, May 25, 1993.
18. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
19. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
20. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
21. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysis, December 6, 1994.
22. Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (New York: Harper & Row, 1973), p. 216.
23. Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1940), p. 43.
24. Benjamin Graham, "Current Problems in Security Analysis," transcripts of lectures, September 1946–February 1947, New York Institute of Finance, p. 102.
25. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't Like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
26. Anthony Bianco, "Why Warren Buffett Is Breaking His Own Rules," *Business Week*, April 15, 1985, p. 134.
27. William Ruane, interview with the author, June 1993.
28. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
29. Ibid.
30. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
31. Warren Buffett interview with the author, Omaha, May 25, 1993.
32. Warren Buffett interview with the author, May 25, 1993, and interview with Charles Brandes, May 1993.
33. Terence P. Pare, "Yes, You Can Beat the Market," *Fortune*, April 3, 1995, p. 69. (Modified later by Buffett letter to author.)
34. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
35. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
36. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
37. Ibid.



38. Leah Nathans Spiro and David Greising, "Why Amex Wooed Warren Buffett," *Business Week*, August 19, 1991, p. 97.
39. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
40. Anthony Simpson, *The Midas Touch* (New York: Dutton, 1990), p. 79.
41. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2001.
42. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 20.
43. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
44. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
45. *Forbes 400*, October 1, 1985, p. 82.
46. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
47. Ibid.
48. "Face Behind the Figures," *Forbes*, January 4, 1988.
49. Comment by Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1992 (as reported in Herb Ross, "How to Buffett against the Perils of Perots," *Westfield Leader*, August 6, 1992).
50. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
51. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
52. Warren Buffett, "You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus," *Forbes*, August 6, 1979, p. 25.
53. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
54. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
55. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 75.
56. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 34.
57. *Forbes 400*, September 13, 1982, p. 116.
58. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003, p. 5.
59. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual



- report, 2003, p. 5.
60. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003, p. 6.
  61. Warren Buffett, letter to partners, January 20, 1966.
  62. Jim Rasmussen, "Hometown Deal Pleases Buffett," *Omaha World-Herald*, October 21, 1992, p. 16.
  63. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
  64. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
  65. Warren Buffett, *Nightly Business Report*, PBS, December 13, 1994.
  66. David Elsner, "It Works: Buying \$1 for 40 cents," *Chicago Tribune*, December 8, 1985, Section 7, p. 1.
  67. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
  68. Ann Hughey, "Omaha's Plain Dealer," *Newsweek*, April 1, 1985, p. 56.
  69. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 568.
  70. Warren Buffett, "What We Can Learn from Phil Fisher," *Forbes*, October 19, 1987, p. 40.
  71. Terence P. Pare, "Yes, You Can Beat the Market," *Fortune*, April 3, 1995.
  72. Warren Buffett letter, April 15, 1994. Shared by Walter Schloss.
  73. Warren Buffett and Walter Schloss, discussion, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
  74. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 62.
  75. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
  76. Maria Mallory, "Behemoth on a Tear," *Business Week*, October 3, 1994.
  77. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Equity Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
  78. Robert Lenzner, "The Secrets of Salomon," *Forbes*, November 23, 1992, p. 123.
  79. Warren Buffett, "You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus," *Forbes*, August 6, 1979, p. 15.
  80. Warren E. Buffett, "The Security I Like Best," *Commercial and Financial Chronicle*, December 6, 1951.
  81. Jeff Hull, "Insights on Warren Buffett — the Man, the Mogul, the



- Mentor," Video Ventures, Inc., 2003.
82. Jim Rasmussen, "Buffett Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
  83. Rasmussen, p. 17S.
  84. Ibid.
  85. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 1990.
  86. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 8.
  87. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 19.
  88. Buffett, letter to Rep. John Dingell, D-MI, chairman of the House subcommittee on oversight and investigations, March 1982.
  89. Ibid.
  90. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
  91. Brett Duval Fromson, "Are These the New Warren Buffetts?" *Fortune*, 1990 *Investor's Guide*, p. 81.
  92. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
  93. Warren Buffett, letter to John Dingell, chairman of the House of Representatives Subcommittee on Oversight and Investigations, March 1982.
  94. Brett Duval Fromson, "Warm Tip from Warren Buffett: It's Time to Buy Freddie Macs," *Fortune*, December 19, 1988, p. 33.
  95. Berkshire Hathaway annual meeting, 1993.
  96. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
  97. Robert Lenzner and David S. Fondiller, "Meet Charlie Munger," *Forbes*, January 22, 1996.
  98. Warren E. Buffett, "How to Solve Our Trade Mess without Ruining Our Economy," *Washington Post*, May 3, 1987, p. B1.
  99. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
  100. John C. Coffee Jr., Louis Lowenstein, and Susan Ackerman, eds., *Knights, Raiders, and Targets* (New York: Oxford University Press, 1988), pp. 11-27.
  101. Tatiana Pouschine with Carolyn Torcellini, "Will the Real Warren Buffett Please Stand Up," *Forbes*, March 19, 1990, p. 92.
  102. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
  103. "Warren Buffett's \$2-Billion Song and Dance," *Fortune*, March 4,





1996.

104. Gary Strauss, "Buffett's a Buddy to Targeted Firms," *USA Today*, August 9, 1989.
105. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
106. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991.
107. Frequently quoted. The author heard the comment at the 1994 Berkshire Hathaway annual meeting in Omaha.
108. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Equity Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
109. Robert Dorr, "Investor Warren Buffett Views Making Money as 'Big Game,'" *Omaha World-Herald*, March 21, 1985, p. 1.
110. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, p. 19.
111. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
112. Adam Smith, "The Modest Billionaire," *Esquire*, October 1988, p. 103.
113. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
114. James Fogarty, "Buffett Questioned in IBM Suit," *Omaha World-Herald*, January 24, 1980, p. C1.
115. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, p. 23.
116. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
117. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
118. David A. Vise and Steve Coll, "Buffett-Watchers Follow Lead of Omaha's Long-term Stock Investor," *Washington Post*, October 2, 1987, p. D1.
119. Warren Buffett, "Reforming Casino Society," *Financial World*, January 20, 1987, p. 138, reprinted from *Washington Post*.
120. Michael Lewis, "The Temptation of St. Warren," *The New Republic*, February 17, 1992, p. 22.
121. Robert Lenzner and Davis S. Fondiller, "The Not-So-Silent Partner," *Forbes*, January 22, 1996, p. 78.



122. "Warren Edward Buffett," *Forbes 400*, October 21, 1991, p. 151.
123. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
124. Robert Dorr, "Buffett Quickly Unloaded First Three Stock Shares," *Omaha World-Herald*, December 5, 1968.
125. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 17.
126. Berkshire Hathaway annual meeting, 1988.
127. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
128. Reuters, "Arnold & Buffett's Loaded Elephant Gun," September 24, 2002.
129. Warren Buffett, commentary as to Berkshire's holding in PetroChina Company Limited, [www.Berkshirehathaway.com](http://www.Berkshirehathaway.com).
130. Ibid.
131. "Look at All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!" *Forbes*, November 1, 1974.
132. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
133. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, pp. 28–29.
134. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
135. Associated Press and *New York Times* News Services, "Buffett Buys Out the Rest of GEICO," *San Diego Union-Tribune*, August 26, 1995, p. C1.
136. "The Appeal of a Lousy Business," *Forbes*, March 19, 1990, p. 96.
137. Ibid.
138. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
139. Charlie Munger, Wesco annual meeting, 2002.
140. *Bloomberg News*, October 21, 2002.
141. Berkshire Hathaway annual meeting, 1993.
142. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
143. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 2004), p. 1133.
144. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
145. Bob Reilly, "The Richest Man in America," *USWest*, Autumn 1987, p. 2.



146. "How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 82.
147. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
148. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 234.
149. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1996.
150. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
151. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
152. Robert Dorr, "Buffett's Ad Seeks Businesses to Purchase," *Omaha World-Herald*, November 18, 1986, p. C1.
153. "Warren Buffett Triples Profits," *New York Post*, May 14, 1994, p. D1.
154. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
155. Mark Hulbert, "Be a Tiger, Not a Hen," *Forbes*, May 25, 1992, p. 298.
156. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
157. Berkshire Hathaway annual meeting, 1984.
158. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
159. *Wall Street Journal*, September 30, 1987, p. 17.
160. Robert Dorr, "Buffett's Ad Seeks Businesses to Purchase," *Omaha World-Herald*, November 18, 1986.
161. Terence P. Pare, "Yes, You Can Beat the Market," *Fortune*, April 3, 1995.
162. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (New York: Random House, 1995), p. 132.
163. Advertisement, *Wall Street Journal*, November 17, 1986, p. 16.
164. Berkshire Hathaway annual meeting, 1989.
165. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
166. Berkshire Hathaway annual meeting, 1993.
167. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
168. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
169. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
170. Carol J. Loomis, "The Inside Story of Warren Buffett," *Fortune*, April 11, 1988, p. 26.



171. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
172. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
173. Alan C. Greenberg, *Memos from the Chairman* (New York: Workman Publishing, 1996).
174. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
175. Ibid.
176. "Lights! Camera! Cash Flow!" *Fortune*, September 6, 1993, p. 11.
177. Alan Bersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
178. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
179. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
180. Warren Buffett, Harvard University speech, 1998. Cited on en.wikipedia.org.
181. Judith H. Dobrzynski, "Warren's World," *Business Week*, May 10, 1993, p. 30.
182. Robert Dorr, "Buffett Says Firm's Performance 'Is Certain to Decline,'" *Omaha World-Herald*, May 22, 1985, p. C1.
183. Gary Weiss and David Greising, "Proof! Wall Street's Sorcerers Lose Their Magic," *Business Week*, January 27, 1992, p. 74.
184. Claude Bejet, "Coke and Candy," *Forbes*, June 19, 1995, p. 152.
185. "The New Establishment 50," *Vanity Fair*, October 1995, p. 280.
186. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
187. Ibid.
188. Ibid.
189. Ibid.
190. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
191. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990, p. 16.
192. "Buffett Wins Berkshire Approval for Cheaper Stock, Urges Patience," *Los Angeles Times*, May 7, 1996, p. D3.
193. Ibid.
194. Ann Kates, "Berkshire Hathaway Joins NYSE," *USA Today*, November 8, 1988.
195. Frank Lalli, "Buffett's New Stock: Looks great . . . but is less filling," *Money*, April 1996, p. 94.
196. Reed Abelson, "Market Place," *New York Times*, May 8, 1996, p. D4.
197. Frank Lalli, "Buffett's New Stock: Looks great . . . but is less





- filling," *Money*, April, 1996, p. 94.
198. Walter Hamilton, "Investor's Corner," *Investors Business Daily*, February 23, 1996.
199. Ibid.
200. Ibid.
201. Alan Abelson, "Manchurian Capitalist," *Barron's*, April 22, 1996, p. 1.
202. Malcolm Berko, "If Buffett Won't Buy Shares, Why Should You?" *San Diego Business Journal*, July 15, 1996, p. 41.
203. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 3.
204. Irving Kahn commentary, New York Society of Security Analysts, December 6, 1996.
205. Warren Buffett, "Oil Discovered in Hell," *Investment Decisions*, May 1985, p. 22.
206. Alan Gersten, "Buffett Tells Shareholders What He Seeks in Firms," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. D1.
207. Berkshire Hathaway annual meeting, 1987.
208. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003, p. 11.
209. Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2005, p. 10.
210. Ibid., p. 11.
211. *Wall Street Journal*, August 2, 2002.
212. *Business Week*, July 5, 1999.
213. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1994.
214. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
215. Ibid.
216. *Time* Online, September 28, 2002.
217. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 13.
218. *Time* Online, September 28, 2002.
219. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
220. Berkshire Hathaway annual meeting, 1994.
221. "Warren Edward Buffett," *Forbes 400*, October 21, 1991, p. 151.
222. *Institutional Investor*, September 1991, as quoted in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: APKE, 1994), p. 307.



- 223. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 310.
- 224. Linda Grant, "How Buffett Cleaned Up Salomon," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 64.
- 225. Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
- 226. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
- 227. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
- 228. "How Omaha Beats Wall Street," *Forbes*, November 1, 1969, p. 88.
- 229. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
- 230. Ibid.
- 231. Bill Gates, "What I Learned from Warren Buffett," *Harvard Business Review*, January/February 1996, p. 148.
- 232. Warren Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
- 233. Melissa Turner, *The Atlanta Constitution*, as quoted in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: APKE, 1994), p. 198.
- 234. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
- 235. Bernice Kanner, "Aw Shucks, It's Warren Buffett," *New York Magazine*, April 22, 1985, p. 52.
- 236. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
- 237. Sam Thornton, "Warren Buffett, Omahan in Search of Social Challenges," *Lincoln (Nebraska) Journal and Star*, March 18, 1973, p. 6F.
- 238. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
- 239. Berkshire Hathaway annual meeting, 1995.
- 240. L. J. Davis, "Buffett Takes Stock," *New York Times Magazine*, April 1, 1990.
- 241. Robert Dorr, "Buffett says Firm's Performance Is 'Certain to Decline,'" *Omaha World-Herald*, May 22, 1984.
- 242. Robert Dorr, "Buffett Acknowledges Risk Factor in His Purchase of WPPSS Bonds," *Omaha World-Herald*, April 15, 1985.
- 243. Warren Buffett, NetJets sales evening, Chicago, IL, November 14, 2001, as reported in Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 2004), p. 749.
- 244. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2002.



- 245. Charles Munger, Wesco Financial annual meeting, Pasadena, CA, 2002.
- 246. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
- 247. Ibid.
- 248. Ibid.
- 249. Ibid.
- 250. John Huey, "The World's Best Brand," *Fortune*, May 31, 1993, p. 44.
- 251. "Now Hear This," *Fortune*, April 10, 1989, p. 21.
- 252. Warren Buffett, "Investing in Equity Markets," quoted in Columbia University Business School, transcript of a seminar held March 13, 1985, pp. 11-12.
- 253. Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate* (New York: Harper & Row, 1990).
- 254. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
- 255. Patricia E. Bauer, "The Convictions of a Long-Distance Investor," *Channels*, November 1986, p. 22.
- 256. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
- 257. Ibid.
- 258. Brett Duval Fromson, "Warm Tip from Warren Buffett: It's Time to Buy Freddie Macs," *Fortune*, December 19, 1988, p. 33.
- 259. Ibid.
- 260. *Courier-Express v. Evening News*, testimony of Warren Buffett, pp. 50-52.
- 261. Ibid.
- 262. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
- 263. *Fortune*, April 11, 1991.
- 264. Berkshire Hathaway annual meeting, 1992.
- 265. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.
- 266. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994, p. 17S.
- 267. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 17, 1991, p. 36.
- 268. Robert Lenzner, "Warren Buffett's Idea of Heaven: I don't have to



work with people I don't like," *Forbes 400*, October 18, 1993, p. 40.

269. A paraphrase of Warren Buffett's statement at the Berkshire Hathaway annual meeting, 1991.
270. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
271. Warren Buffett speech, New York Society of Security Analysts, December 6, 1996.
272. Linda Grant, "The \$4-Billion Regular Guy," *Los Angeles Times Magazine*, April 7, 1991, p. 36.
273. David A. Vise and Steve Coll, "Buffett-Watchers Follow Lead of Omaha's Long-term Stock Investor," *Washington Post*, October 2, 1987, p. D1.
274. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
275. Alan Gersten, "Buffett Faces Shareholders," *Omaha World-Herald*, May 21, 1986, p. 27.
276. Robert Dorr, "Newspaper Holdings Kind to Omaha Investor Buffett," *Omaha World-Herald*, April 16, 1978, p. 6J.
277. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.
278. Jim Rasmussen, "Billionaire Talks Strategy with Students," *Omaha World-Herald*, January 2, 1994.
279. Linda Grant, "Striking Out at Wall Street," *U.S. News & World Report*, June 20, 1994, p. 58.
280. Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* (Birmingham, AL: AKPE, 1994), p. 568, quoting from *Forbes*, August 6, 1990.
281. Robert McMorris, "Investor Buffett Tells Secret: Follow Will Rogers' Advice," *Omaha World-Herald*, May 31, 1985, p. B1.
282. Warren E. Buffett, "How Inflation Swindles the Equity Investor," *Fortune*, May 5, 1977, p. 250.
283. Warren Buffett, 1988 Capital Cities/ABC management conference.
284. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
285. "Warren Buffett Talks Business," University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995. (Modified later by Buffett letter to author.)
286. "Warren Buffett—The Pragmatist," *Esquire*, June 1988, p. 159.
287. Warren E. Buffett, "Kiewit Legacy as Unusual as His Life," *Omaha World-Herald*, January 20, 1980, p. 1.
288. Walter Isaacson, "In Search of the Real Bill Gates," *Time*, January





- 13, 1997, p. 57.
289. Berkshire Hathaway annual report, 1994.
290. Warren Buffett, "Reforming Casino Society," *Financial World*, January 20, 1987, p. 139 (reprinted from *Washington Post*).
291. Berkshire Hathaway annual meeting, 1996.
292. Warren Buffett, Columbia University speech, September 27, 2000.
293. Warren Buffett, letter to shareholders, Berkshire Hathaway annual report, 2003.
294. Ibid.
295. Buffett, Berkshire Hathaway annual report, 2006, p. 19.
296. Buffett, Berkshire Hathaway annual meeting, 1998.
297. The Buffettblog.buffettspot.com, 2005.
298. Carol J. Loomis, "A Conversation with Warren Buffett," *Fortune*, June 25, 2006.
299. Ibid.
300. "Warren Buffett to Give about \$3B to Susan Thompson Buffett Foundation, More than \$30B to the Gates Foundation," *Abortion News*, June 28, 2006.
301. Warren Buffett, letter to Mr. and Mrs. William H. Gates III, June 26, 2006. Posted on the Internet.
302. Pat Milton, "Buffett Gift to Help Improve Education," Associated Press, June 2006.
303. Ibid.
304. *Financial Times*, May 17, 1999.
305. Zoe Corbyn, "Too Much of a Good Thing," *Guardian*, May 22, 2007.
306. Ibid.
307. Jonathan McClellan and Robert Huberty, "Warren Buffett's Philanthropy," *Foundation Watch*, Capital Research Center, October 2006, p. 2.
308. Warren Buffett, letters to Buffett children, posted on various Internet sites, June 26, 2006.
309. Carol J. Loomis, "The global force called the Gates Foundation," *Fortune*, June 25, 2006.
310. Dan Harris, "Buffett-Gates Team: Construction of a Charity Empire?" ABC News, June 26, 2006.
311. Marilyn, Chase, "Melinda Gate, Unbound," *Wall Street Journal*, December 11, 2006, p. B1.

312. Susan Okie, M.D., "Global Health—The Gates-Buffett Effect," *New England Journal of Medicine* 355, no. 11 (September 14, 2006), pp. 1084–1088.
313. Carol J. Loomis, "A Conversation with Warren Buffett," *Fortune*, June 25, 2006.
314. Warren Buffett, letter to the board of directors, Susan Thompson Buffett Foundation, June 26, 2006.
315. Warren Buffett, Letter to the author, October 23, 1989.

